

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY

TISCO Economic Strategy Unit

รมิตระวังต่อทิศทางตลาดหุ้น ซึ่ง Sentiment ของนักลงทุนอยู่ในเชิงบวกค่อนข้างมาก ส่วนทางกับความไม่แน่นอนจากผลกระทบของสงครามการค้าที่เพิ่มสูงขึ้น ขณะที่ข้อมูลเศรษฐกิจสะท้อนภาพที่ผสมผสาน

กลยุทธ์การลงทุนไปในช่วงไตรมาส 3/2025 ยังคงเน้นลงทุนในหุ้นคุณภาพสูงทั่วโลก เพื่อช่วยป้องกันความเสี่ยงเมื่อตลาดหุ้นโลกเกิดการปรับฐาน ควบคู่กับการกระจายการลงทุนไปที่สินค้าโภคภัณฑ์โดยรวม ซึ่งมีแนวโน้มได้รับานิสงส์จากนโยบายการคลังและการเงินเชิงผ่อนคลายทั่วโลก

สำหรับตราสารหนี้ ยังคงให้น้ำหนักกับการลงทุนในพันธบัตรระยะสั้นมากกว่าระยะยาว เนื่องจากมีโอกาสได้รับานิสงส์จากการเปลี่ยนแปลงเชิงนโยบายในระยะข้างหน้า

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น	07
• ตลาดตราสารหนี้	10
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	14
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	20
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	21
• เศรษฐกิจยุโรป	26
• เศรษฐกิจจีน	31
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น	36
• เศรษฐกิจไทย	40

แจ้งยุติตีพิมพ์วารสาร TIPS

ศูนย์วิเคราะห์เศรษฐกิจและกลยุทธ์ทิสโก้ (TISCO ESU)
จะผลิตและตีพิมพ์บทวิเคราะห์ในรูปแบบวารสาร TIPS
เล่มสุดท้ายในเดือนกันยายน 2568

ท่านสามารถติดตามการวิเคราะห์กลยุทธ์การลงทุน
และเศรษฐกิจในรูปแบบ PDF ได้ทุกต้นเดือน
ทางเว็บไซต์ www.tiscowealth.com

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ไม่ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)
48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์
ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก
กรุงเทพฯ 10500
โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0
โทรสาร : (66) 2633-6800
E-mail : wealth@tisco.co.th
www.tiscowealth.com

EXECUTIVE SUMMARY

เรายังคงระมัดระวังต่อทิศทางตลาดหุ้น ซึ่ง Sentiment ของนักลงทุนอยู่ในเชิงบวกค่อนข้างมาก สวนทางกับความไม่แน่นอนจากผลกระทบของสงครามการค้าที่เพิ่มสูงขึ้น ขณะที่ข้อมูลเศรษฐกิจสะท้อนภาพที่ผสมผสาน โดยเฉพาะในกลุ่มหุ้นอุตสาหกรรม (Industrial sector) ซึ่งได้รับแรงหนุนจากกระแสการย้ายฐานการผลิตกลับสู่สหรัฐฯ (Re-shoring) จนให้ผลตอบแทนสูงที่สุดในช่วงครึ่งแรกของปี สวนทางกับตัวเลขการจ้างงานภาคการผลิตที่หดตัว และคาดการณ์กำไรที่ไม่ได้ปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ทำให้ Valuation ของหุ้นอุตสาหกรรมเมื่อเทียบกับดัชนีโดยรวมปรับตัวสูงขึ้นจนอยู่ในระดับแพงที่สุดในรอบหลายปี เสี่ยงเผชิญกับแรงขายทำกำไร โดยเฉพาะเมื่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ปรับสูงขึ้นสู่ระดับ 4.5% กลยุทธ์การลงทุนในช่วงไตรมาส 3/2025 ของเราจึงยังคงเน้นลงทุนในหุ้นคุณภาพสูงทั่วโลก (Global Quality Stocks) เพื่อช่วยป้องกันความเสี่ยงเมื่อตลาดหุ้นโลกเกิดการปรับฐาน ควบคู่กับการกระจายการลงทุนไปที่สินค้าโภคภัณฑ์โดยรวม (Broad Commodities) ซึ่งมีแนวโน้มได้รับอานิสงส์จากนโยบายการคลังและการเงินเชิงผ่อนคลายทั่วโลก

ด้านตลาดตราสารหนี้ เรามองว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีที่ปรับขึ้นมาใกล้ระดับ 4.5% ตามที่เราคาด เป็นระดับที่ค่อนข้างสมดุล (Balanced risk) และสอดคล้องกับแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อระยะยาวของสหรัฐฯ แล้ว แต่เรายังให้น้ำหนักการลงทุนไปที่พันธบัตรระยะสั้น ซึ่งสะท้อนมุมมองของตลาดต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed และมีค่าชดเชยระยะเวลาการถือครอง (Term premium) ที่ต่ำกว่าพันธบัตรระยะยาว

เราประเมินในกรณีฐานว่า Bond yield อายุ 2 ปีจะเคลื่อนไหวใกล้ระดับ 4.0% ในปีนี้ แต่มีความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มขึ้น ภายใต้บริบทที่ประธานาธิบดีทรัมป์มีแนวโน้มแต่งตั้งประธาน Fed คนใหม่ที่มีจุดยืนทางนโยบายแบบผ่อนคลายเป็นอย่างมาก (Overly dovish) เพื่อให้เอื้อต่อการบริหารภาระหนี้สาธารณะที่เพิ่มสูงต่อเนื่อง สะท้อนถึงภาวะ “Fiscal dominance” ที่นโยบายการคลังเริ่มเข้ามามีอิทธิพลต่อนโยบายการเงินมีข้อจำกัดสูงขึ้น ด้วยความเสี่ยงเชิงนโยบายที่โน้มไปในทิศทางดังกล่าว เราจึงให้น้ำหนักกับการลงทุนในพันธบัตรระยะสั้นมากกว่าระยะยาว เนื่องจากมีโอกาสได้รับอานิสงส์จากการเปลี่ยนแปลงเชิงนโยบายในระยะข้างหน้า

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- เรายังคงระมัดระวังต่อทิศทางตลาดหุ้น ซึ่ง Sentiment ของนักลงทุนอยู่ในเชิงบวกค่อนข้างมาก สวนทางกับความไม่แน่นอนจากผลกระทบของสงครามการค้าที่เพิ่มสูงขึ้น ขณะที่ข้อมูลเศรษฐกิจสะท้อนภาพที่ผสมผสาน
- กลยุทธ์การลงทุนในช่วงไตรมาส 3/2025 ของเรายังคงเน้นลงทุนในหุ้นคุณภาพสูงทั่วโลก (Global Quality Stocks) เพื่อช่วยป้องกันความเสี่ยงเมื่อตลาดหุ้นโลกเกิดการปรับฐาน ควบคู่กับการกระจายการลงทุนไปที่สินค้าโภคภัณฑ์โดยรวม (Broad Commodities) ซึ่งมีแนวโน้มได้รับอานิสงส์จากนโยบายการคลังและการเงินเชิงผ่อนคลายทั่วโลก
- สำหรับตราสารหนี้ เรายังคงให้น้ำหนักกับการลงทุนในพันธบัตรระยะสั้นมากกว่าระยะยาว เนื่องจากมีโอกาสได้รับอานิสงส์จากการเปลี่ยนแปลงเชิงนโยบายในระยะข้างหน้า

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting				Themes
	Underweight	Neutral	Overweight		
ตลาดตราสารหนี้					
พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ					- เงินเพื่อที่หนีตขึ้นจากกำแพงภาษีสินค้าเข้าทำให้ Yield ปรับลงได้ไม่มาก - เน้นลงทุนในพันธบัตรระยะสั้น ขณะที่พันธบัตรระยะยาวเข้าลงทุนเมื่อ Bond yield อยู่ที่ประมาณ 4.5% - คงคำแนะนำ Slightly Underweight พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาว
ตราสารหนี้โลก					- คงคำแนะนำ Overweight การลงทุนไปยังตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) เพื่อช่วยลดความเสี่ยงเฉพาะประเทศในภาวะที่นโยบายเศรษฐกิจทั่วโลกยังมีความผันผวนสูง
หุ้นรายประเทศ					
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ					- พ้นขึ้นมากอยู่ในระดับค่อนข้างแพง ขณะที่ภาพเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงตั้งแต่ช่วงกลางปี - คงคำแนะนำ Neutral และมองการปรับฐานเป็นโอกาสลงทุน
ตลาดหุ้นเกิดใหม่ไม่รวมจีน					- เป็นกลุ่มประเทศที่พึ่งพาโลกาภิวัตน์ค่อนข้างสูง เศรษฐกิจจึงเปราะบางต่อความเสี่ยงการค้าโลกที่อาจมีเสถียรภาพและประสิทธิภาพต่ำลง - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นจีน					- Upside ในระยะข้างหน้าค่อนข้างจำกัด จากความเสี่ยงเป็นเป้าหมายหลักของสงครามการค้า - คาดตลาด Price-in มาตรการกระตุ้นการบริโภค และแผนขาดดุลการคลังที่สูงขึ้นแล้ว - คงคำแนะนำ Slightly Underweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น					- การเมืองมีความไม่แน่นอนสูงขึ้นอีกครั้งหลังพรรค LDP ไม่ได้ครองเสียงส่วนมากในการเลือกตั้งวุฒิสภา ส่งผลเสียต่อจุดยืนของนายกรัฐมนตรีอย่างมีนัย - ในระยะยาวยังมีปัจจัยบวกจากความสามารถในการทำของบริษัทที่สูงขึ้นจากผลของมาตรการ Corporate Reform - ปรับคำแนะนำเป็น Neutral
ตลาดหุ้นยุโรป					- ECB คาดปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่อเนื่อง ตามแนวโน้มความอ่อนแอของภาคเศรษฐกิจ - ตลาด Priced-in การปรับโครงสร้างงบประมาณการคลังครั้งใหญ่ของเยอรมนีไปมากแล้ว ขณะที่ประเทศอื่นในยุโรปไม่ได้มีทรัพยากรการคลังให้กระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มได้อีกมาก - คงคำแนะนำ Neutral
หุ้นราย Sector / Style					
Financials					- ได้รับประโยชน์จากแผนการคลังของ Trump ได้แก่ การลดภาษีนิติบุคคล การผ่อนคลายกฎระเบียบ - ค่อนข้างอ่อนไหวต่อภาวะเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัว - คงคำแนะนำ Neutral
Global Quality					- บริษัทที่มีงบการเงินแข็งแกร่ง คุณภาพธุรกิจมั่นคง ช่วยป้องกันความเสี่ยงด้านค่าทำกลางภาวะความผันผวน - คงคำแนะนำ Overweight
การลงทุนทางเลือก					
ทองคำ					- ราคาทองคำมีปัจจัยหนุนระยะกลาง-ยาวจากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ และความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ - มี Downside จำกัด จากแนวโน้มการเก็บสะสมทองคำเพิ่มขึ้นของธนาคารกลางหลายแห่ง - ปัจจัยเร่ง (Catalyst) ระยะสั้นลดลง หลังพัฒนาการสงครามการค้ามีแนวโน้มไปทางที่ผ่อนคลายมากขึ้น - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน					- คงคาดการณ์ราคาน้ำมันดิบ (WTI) ที่ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในช่วงท้ายปี จากอุปทานที่จะเพิ่มขึ้นจากซาอุดีอาระเบีย - Downside ในระยะกลางถึงยาวยังค่อนข้างจำกัด จากแนวโน้มการผลิตน้ำมันในประเทศ Non-OPEC มีแนวโน้มเติบโตช้า - ปรับคำแนะนำเป็น Neutral

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,219	-1.4%	5.3%	14.7%	5.6%	-9.3%	-13.0%	-6.4%
Philippines PCOMP	6,462	0.0%	2.0%	3.9%	4.8%	1.3%	-1.0%	-4.3%
Indonesia JCI	7,441	-0.7%	3.5%	9.6%	12.2%	2.9%	5.1%	1.7%
Singapore STI	4,227	0.0%	2.3%	9.0%	10.3%	11.0%	11.6%	22.1%
Malaysia KLCI	1,526	-0.3%	1.0%	0.6%	1.7%	-3.2%	-7.1%	-6.4%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	25,505	0.5%	4.0%	7.7%	15.5%	29.5%	27.1%	46.0%
China H HSCEI	9,229	0.4%	4.1%	7.3%	13.7%	28.8%	26.6%	49.0%
MSCI China	80	0.7%	3.1%	7.1%	13.2%	26.4%	23.4%	40.3%
China CSI300	4,120	0.8%	2.8%	6.8%	8.8%	8.3%	4.7%	19.8%
Taiwan TWSE	23,319	-1.5%	1.2%	7.3%	18.7%	-0.9%	1.2%	2.0%
Korea KOSPI	3,184	-1.3%	-0.1%	5.6%	26.1%	26.6%	32.7%	14.8%
MSCI Korea	940	-1.6%	-0.5%	6.5%	25.9%	24.5%	31.1%	6.6%
India SENSEX	82,560	-0.0%	-0.1%	0.8%	3.0%	7.9%	5.7%	2.6%
MSCI India	2,965	-0.3%	-0.7%	0.7%	3.6%	7.7%	4.3%	0.7%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	8,737	0.1%	2.0%	3.1%	10.3%	4.3%	7.1%	9.6%
Japan TOPIX	2,926	0.1%	3.6%	6.0%	13.2%	6.3%	5.1%	3.3%
Japan Nikkei 225	41,171	-0.1%	3.8%	7.3%	18.1%	3.0%	3.2%	4.0%
Europe STOXX600	550	-0.4%	1.5%	2.7%	6.4%	3.7%	8.3%	6.6%
Euro STOXX50	5,345	-1.0%	0.9%	2.3%	4.8%	2.4%	9.2%	8.7%
US Dow Jones	44,502	0.4%	1.1%	4.5%	12.4%	-0.1%	4.6%	10.3%
US S&P500	6,310	0.1%	1.1%	4.7%	17.4%	3.1%	7.3%	13.6%
MSCI US REITs	1,308	1.6%	2.6%	0.2%	4.5%	-0.7%	0.2%	0.5%
J-REITs	1,818	0.3%	0.6%	1.3%	5.7%	11.1%	10.0%	5.8%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	9,061	0.1%	1.5%	3.5%	7.8%	5.8%	10.9%	10.9%
Germany DAX	24,221	-1.1%	0.9%	4.1%	10.3%	13.1%	21.7%	30.5%
France CAC 40	7,828	-0.7%	1.4%	3.9%	4.6%	-0.8%	6.1%	3.0%
Switzerland SMI	12,047	-0.4%	1.1%	1.6%	2.0%	-1.8%	3.8%	-1.9%
Portugal PSI 20	7,733	1.0%	0.5%	4.4%	13.1%	18.6%	21.3%	12.8%
Spain IBEX 35	14,124	0.1%	1.7%	2.1%	6.9%	17.8%	21.8%	26.0%
Italy FTSE MIB	40,625	-0.0%	2.2%	4.6%	11.4%	12.5%	18.8%	17.3%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	134,036	-0.1%	-0.9%	-1.8%	1.4%	9.4%	11.4%	5.9%
Chile IPSA	8,119	-0.1%	-1.4%	1.1%	2.5%	15.1%	21.0%	23.9%
Mexico MEXBO	55,518	-0.6%	-1.7%	-1.0%	-0.4%	8.7%	12.1%	3.4%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	657	-0.3%	0.9%	5.5%	15.0%	15.1%	15.3%	15.9%
MSCI Latin America	2,243	-0.2%	-1.0%	-0.4%	4.2%	13.9%	21.1%	0.3%
MSCI All Country World	930	0.0%	0.9%	4.5%	15.0%	6.6%	10.5%	13.9%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	65.18	-1.5%	-1.8%	-4.9%	4.7%	-12.7%	-9.1%	-15.3%
Brent Spot	68.48	-0.9%	-0.1%	-4.2%	3.6%	-12.5%	-8.3%	-15.5%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.30	0.36	1.16	0.33	-0.55	-0.37	0.38	-0.75
Gold Spot	3424.94	1.1%	2.3%	1.0%	3.9%	24.2%	30.5%	42.4%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2848.97	0.3%	0.5%	1.2%	1.8%	9.3%	9.8%	11.0%
Bloomberg Agri Subindex	54.92	0.1%	0.0%	-2.6%	-5.9%	-7.4%	-3.7%	-1.6%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	366.78	0.2%	0.1%	2.3%	4.7%	8.6%	8.3%	14.4%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	228.06	0.1%	0.1%	0.4%	0.8%	2.3%	2.4%	4.1%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	336.20	0.1%	0.3%	0.9%	1.8%	4.5%	4.5%	7.0%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	466.10	0.2%	0.2%	1.7%	3.4%	7.5%	7.2%	11.1%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	284.88	0.1%	0.2%	0.8%	1.7%	4.1%	4.1%	6.5%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.41	-2	-3	-9	-24	-62	-57	-98
2Y	1.30	-4	-7	-16	-23	-78	-72	-104
5Y	1.30	-5	-10	-18	-33	-85	-79	-108
10Y	1.50	-3	-3	-17	-40	-85	-80	-113
Spread 10Y-2Y	20	1	4	-2	-17	-7	-8	-9
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	4.38	-3	-8	3	-1	-27	-19	13
Japan 10Y	1.59	-2	0	17	25	38	49	52
UK 10Y	4.62	-3	-2	12	6	-2	5	49
German 10Y	2.62	-2	-6	12	13	7	26	19
Spain 10Y	3.23	-1	-7	3	6	5	17	-0
Italy 10Y	3.46	-2	-9	-2	-17	-19	-7	-29
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	16.31	-0.2	-0.9	-3.5	-12.1	1.3	-1.0	1.6
Dollar index	97.37	-0.5%	-1.0%	-1.1%	-2.5%	-9.9%	-10.2%	-6.8%
USD/THB	32.17	-0.2%	-0.9%	-1.9%	-4.1%	-5.2%	-6.4%	-11.0%
EUR/USD	1.17	0.5%	0.9%	1.7%	3.6%	12.5%	13.5%	8.2%
GBP/USD	1.35	0.3%	0.9%	0.4%	2.2%	9.5%	8.2%	4.9%
USD/JPY	146.71	-0.5%	-0.9%	0.2%	2.6%	-5.9%	-6.8%	-5.8%
USD/CNY	7.16	-0.0%	-0.2%	-0.2%	-1.7%	-1.7%	-1.9%	-1.6%
USD/CNH	7.16	-0.0%	-0.3%	-0.3%	-1.7%	-1.7%	-2.4%	-1.8%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

As of

6/26/2025

ตลาดหุ้น

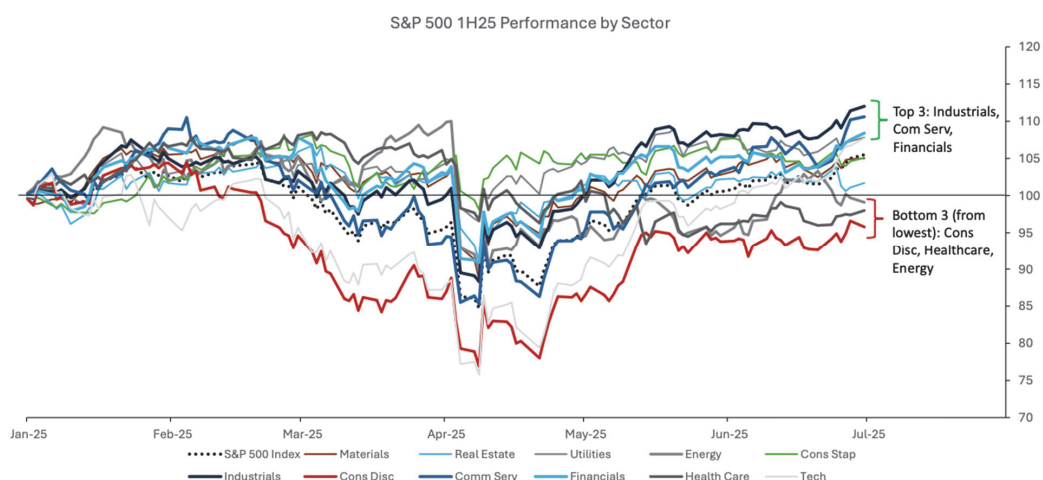
เรายังคงระมัดระวังต่อทิศทางตลาดหุ้น ซึ่ง Sentiment ของนักลงทุนอยู่ในเชิงบวกค่อนข้างมาก ส่วนทางกับความไม่แน่นอนจากผลกระทบของสงครามการค้าที่เพิ่มสูงขึ้น ขณะที่ข้อมูลเศรษฐกิจสะท้อนภาพที่ผสมผสาน โดยเฉพาะในกลุ่มหุ้นอุตสาหกรรม (Industrial sector) ซึ่งได้รับแรงหนุนจากกระแสการย้ายฐานการผลิตกลับสู่สหรัฐฯ (Re-shoring) จนให้ผลตอบแทนสูงที่สุดในช่วงครึ่งแรกของปี ส่วนทางกับตัวเลขการจ้างงานภาคการผลิตที่หดตัว และคาดการณ์กำไรที่ไม่ได้ปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ทำให้ Valuation ของหุ้นอุตสาหกรรมเมื่อเทียบกับดัชนีโดยรวมปรับตัวสูงขึ้นจนอยู่ในระดับแพงที่สุดในรอบหลายปี เสี่ยงเผชิญกับแรงขายทำกำไร โดยเฉพาะเมื่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ปรับสูงขึ้นสู่ระดับ 4.5% กลยุทธ์การลงทุนในช่วงไตรมาส 3/2025 ของเรายังคงเน้นลงทุนในหุ้นคุณภาพสูงทั่วโลก (Global Quality Stocks) เพื่อช่วยป้องกันความเสี่ยงเมื่อตลาดหุ้นโลกเกิดการปรับฐาน

Sentiment ตลาดหุ้นยังคงเป็นบวกอย่างมาก ส่วนทางกับข้อมูลเศรษฐกิจที่เผชิญแรงกดดันจากสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้น

ดัชนีหุ้น S&P 500 ให้ผลตอบแทนราว 5.5% ในช่วงครึ่งแรกของปี 2025 โดยได้รับแรงหนุนสำคัญจากหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรม (Industrial sector) ซึ่งปรับตัวขึ้นกว่า 12% จากกระแสการย้ายฐานการผลิตกลับสู่สหรัฐฯ (Re-shoring) ทวีความรุนแรงขึ้นตามแนวโน้มสงครามการค้า โดยเฉพาะภายหลังเหตุการณ์ Liberation Day ในเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา อย่างไรก็ดี เรามองว่าแรงขับเคลื่อนของกลุ่มอุตสาหกรรมมีแนวโน้มอ่อนแรงลงในระยะข้างหน้า

แม้ราคาหุ้นในกลุ่มนี้จะปรับขึ้นแรง แต่ปัจจัยพื้นฐานโดยเฉพาะคาดการณ์กำไรยังทรงตัว ทำให้ค่า P/E พุ่งแตะระดับ 24 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของดัชนี S&P 500 ที่ 22 เท่า และนับเป็นส่วนต่าง (Valuation Premium) ที่สูงที่สุดในรอบหลายปี ขณะที่ข้อมูลการจ้างงานในภาคการผลิต (Manufacturing Employment) ตลอด 12 เดือนที่ผ่านมากลับหดตัวลงเกือบ 100,000 ตำแหน่ง สะท้อนว่าแนวโน้ม Re-shoring อาจยังไม่เกิดขึ้นจริงในระดับที่ตลาดคาดหวัง เราจึงประเมินว่า Sentiment ของตลาดหุ้นในปัจจุบันเป็นบวกเกินไป และเสี่ยงต่อแรงขายทำกำไรในช่วงครึ่งหลังของปี โดยเฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมซึ่งเป็นผู้นำในรอบที่ผ่านมา และมี Valuation ที่เริ่มตึงตัวอย่างชัดเจน

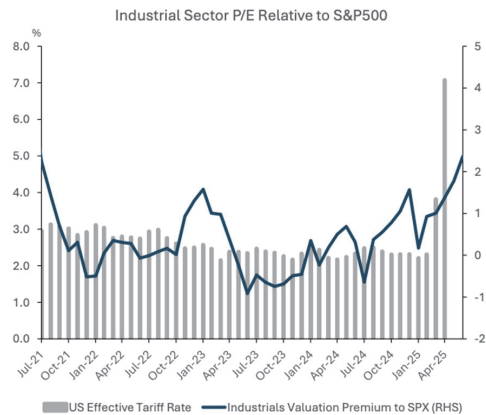
แผนภาพที่ 1: หุ้นกลุ่มอุตสาหกรรม (Industrial sector) ปรับตัวขึ้นกว่า 12% ในช่วงครึ่งแรกของปี 2025 จากกระแสการย้ายฐานการผลิตกลับสู่สหรัฐฯ (Re-shoring)



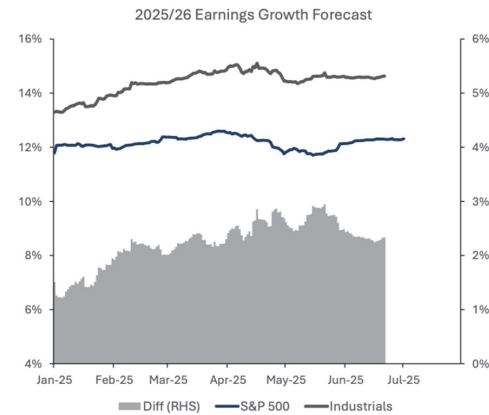
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 2: ค่า P/E ของหุ้นกลุ่ม Industrial พุ่งแตะระดับ 24 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของดัชนี S&P 500 ที่ 22 เท่า สูงที่สุดในรอบหลายปี (ภาพซ้าย) ขณะที่คาดการณ์กำไรไม่ได้ถูกปรับขึ้นอย่างมีนัย (ภาพขวา)

Industrial P/E premium over S&P 500 widens amid escalating trade tensions



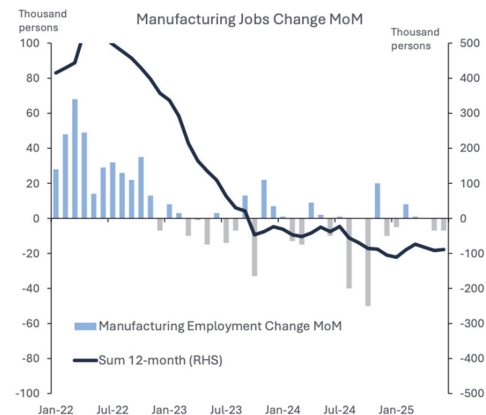
Industrial earnings growth forecast for 2025–26 remains largely unchanged



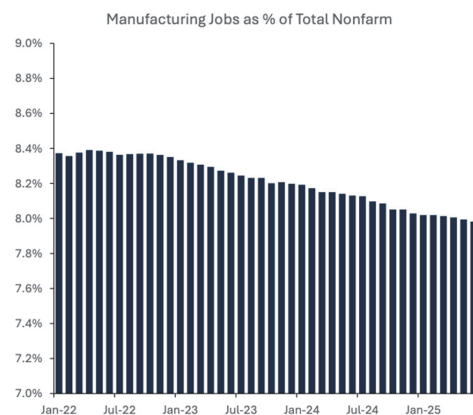
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 3: การจ้างงานในภาคการผลิต (Manufacturing Employment) ตลอด 12 เดือนที่ผ่านมาหดตัวลงเกือบ 100,000 ตำแหน่ง สะท้อนว่าแนวโน้ม Re-shoring อาจยังไม่เกิดขึ้นจริงในระดับที่ตลาดคาดหวัง

Manufacturing jobs fell by nearly 100,000 over the past year



Declining trend persists in manufacturing's share of the job market

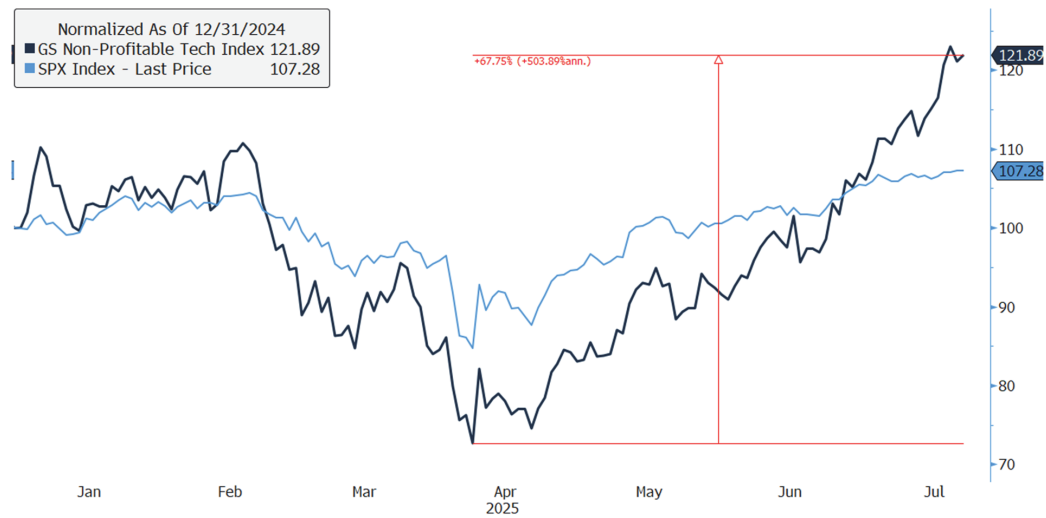


ที่มา: Fred, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อีกหนึ่งตัวชี้วัดที่สะท้อน Sentiment เชิงบวกของนักลงทุน ได้อย่างชัดเจน คือดัชนีหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีที่ยังไม่มีการดำเนินการ (Non-Profitable Tech Companies) ซึ่งปรับตัวเพิ่มขึ้นกว่า 22% ตั้งแต่ต้นปี และหากนับจากจุดต่ำสุดของปีหลังวัน Liberation Day การฟื้นตัวจะสูงถึงเกือบ 70% การปรับขึ้นของหุ้นในกลุ่มนี้สะท้อนถึงความคาดหวังในอนาคตที่เป็นบวกอย่างมาก แม้บริษัทเหล่านี้ยังไม่ได้สร้างผลกำไรจริง บ่งชี้ว่าตลาดอยู่ในภาวะ Risk-on ค่อนข้างสูง

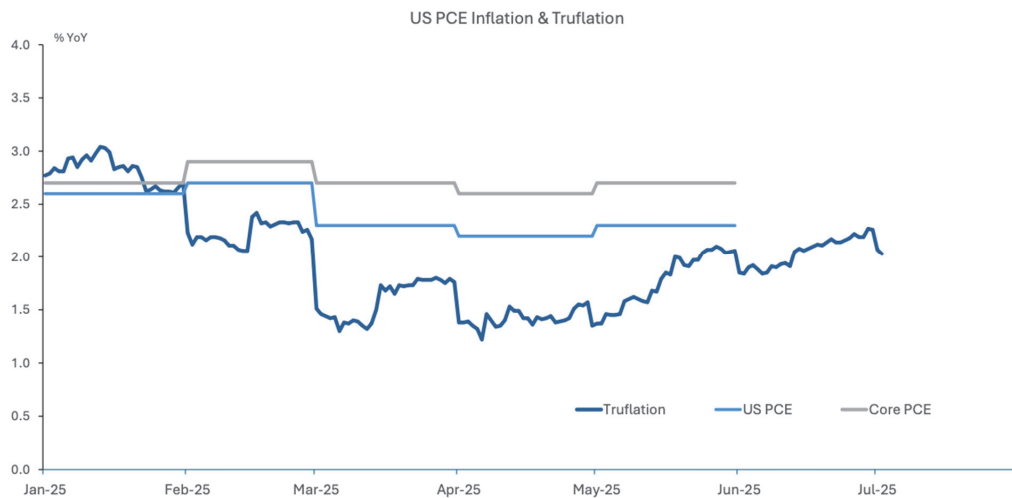
อย่างไรก็ดี บรรยากาศการลงทุนที่สดใสในตลาดหุ้นโลกยังคงสวนทางกับตัวเลขเศรษฐกิจที่มีลักษณะผสมผสาน และในภาวะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ (10-Year Treasury Yield) ปรับสูงขึ้น เรามองว่า Upside ของตลาดหุ้นเริ่มจำกัดมากขึ้น จาก Valuation ที่ตึงตัวมากเกินไป กลยุทธ์การลงทุนของเราสำหรับไตรมาส 3/2025 จึงยังคงเน้นการกระจายลงทุนในหุ้นคุณภาพสูงทั่วโลก (Global Quality Stocks) เพื่อช่วยป้องกันความเสี่ยงจากการปรับฐานที่อาจเกิดขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 🌐

แผนภาพที่ 4: ดัชนีหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีที่ยังไม่มีกำไรจากการดำเนินงาน (Non-Profitable Tech Companies) ปรับตัวเพิ่มขึ้นกว่า 22% ตั้งแต่ต้นปี และหากนับจากจุดต่ำสุดของปีหลังวัน Liberation Day การฟื้นตัวจะสูงถึงเกือบ 70% สะท้อน Sentiment นักลงทุนที่เป็นบวกอย่างมาก



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 5: แรงกดดันเงินเฟ้อที่สูงขึ้น กดดันให้ Bond yield ทรงตัวอยู่ในระดับสูง เป็นอีกปัจจัยกดดัน Valuation ของสินทรัพย์เสี่ยงอย่างหุ้น



ที่มา: Bloomberg, Truflation, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (10-Year Treasury Bond Yield) ปรับขึ้นมาใกล้ระดับ 4.5% ซึ่งเราประเมินว่าเป็นระดับที่มีความเสี่ยงค่อนข้างสมดุล (Balanced risk) สอดคล้องกับศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจและแนวโน้มเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ในระยะยาว และเหมาะสำหรับการทยอยลงทุน ขณะที่พันธบัตรระยะสั้น (2-Year Treasury Bond Yield) เรายังคงประเมินว่า Bond yield จะเคลื่อนไหวใกล้ระดับ 4.0% ภายใต้กรณีฐาน (Base case) อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงด้านต่ำเริ่มเพิ่มสูงขึ้น จากโอกาสเกิดกรณีที่ประธานาธิบดีทรัมป์แต่งตั้งประธาน Fed คนใหม่เป็นคนที่มีความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มสูงขึ้น จากโอกาสเกิดกรณีที่ประธานาธิบดีทรัมป์แต่งตั้งประธาน Fed คนใหม่เป็นคนที่มีความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มสูงขึ้น จากโอกาสเกิดกรณีที่ประธานาธิบดีทรัมป์แต่งตั้งประธาน Fed คนใหม่เป็นคนที่มีความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มสูงขึ้น

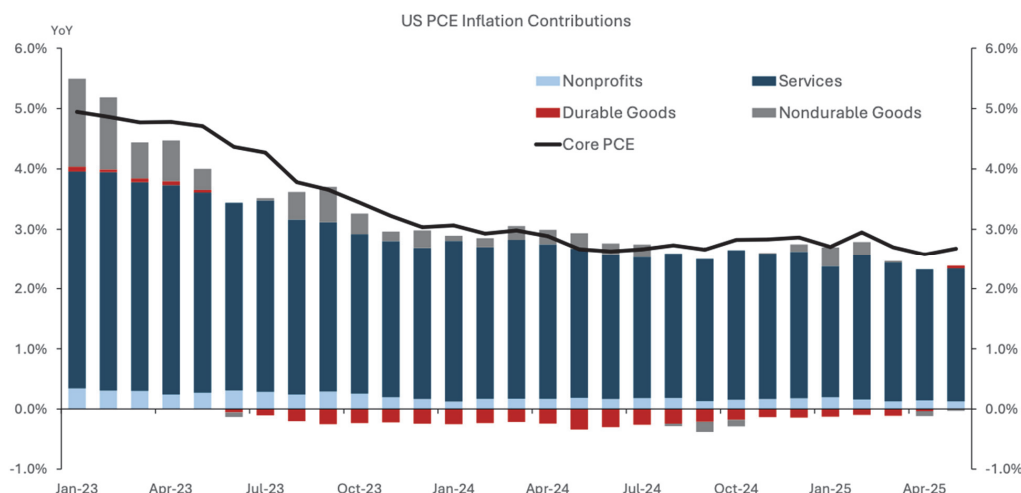
เรามอง Bond yield 10 ปีที่ 4.5% มีความเสี่ยงค่อนข้างสมดุล และสอดคล้องกับแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อระยะยาวของสหรัฐฯ

เรามองว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ที่ปรับขึ้นมาใกล้ระดับ 4.5% เป็นระดับที่ค่อนข้างสมดุล (Balanced risk) และสอดคล้องกับแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อระยะยาวของสหรัฐฯ แม้ยังมีความไม่แน่นอนจากสงครามการค้า โดยเฉพาะผลกระทบจากมาตรการตั้งกำแพงภาษีศุลกากร (Tariff) ที่ยังส่งผ่านมายังผู้บริโภคได้ไม่เต็มที่นัก จากแต่เดิมที่ตลาดประเมินว่า Tariff จะกระทบราคาสินค้าแบบครั้งเดียว ทว่าความไม่แน่นอนของอัตราภาษีที่อยู่ระหว่างการเจรจาทำให้ผู้ประกอบการหลาย

รายเลือกแบกรับต้นทุนไว้ก่อนเพื่อรักษาส่วนแบ่งตลาด และรอความชัดเจนก่อนตัดสินใจปรับราคา ส่งผลให้กระบวนการส่งผ่านต้นทุนยืดเยื้อออกไป และอาจกดดันเงินเฟ้อในระยะยาวมากกว่าที่คาดไว้

เราประเมินว่า Bond yield ที่ระดับ 4.5% ได้สะท้อนความเสี่ยงนี้ไปบางส่วนแล้ว และถือเป็นระดับที่เหมาะสมสำหรับทยอยลงทุน อย่างไรก็ตาม สำหรับตราสารหนี้ระยะยาว เรายังให้น้ำหนักกับการกระจายพอร์ตไปยังตราสารหนี้ทั่วโลก (Global fixed income) มากกว่าการลงทุนกระจุกในพันธบัตรสหรัฐฯ เพียงอย่างเดียวในช่วงนี้

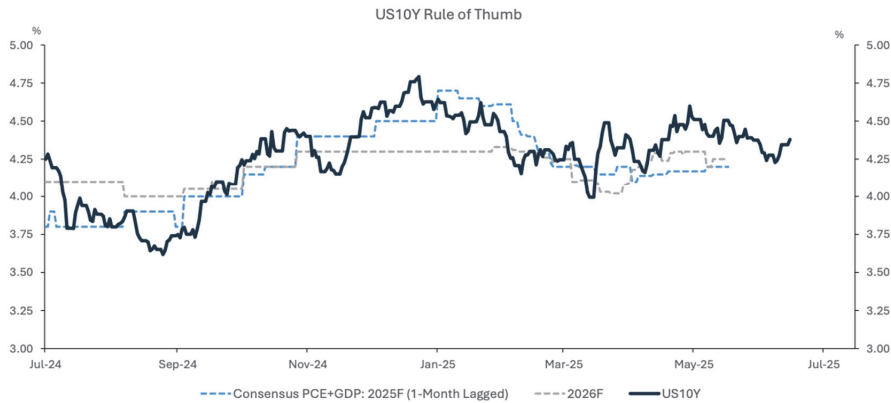
แผนภาพที่ 6: ราคาสินค้าที่เคยช่วยชะลอเงินเฟ้อ (Goods Disinflation) ในสองปีที่ผ่านมา เริ่มพลิกกลับมาเร่งตัวขึ้น



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 7: Bond yield 10 ปีที่ 4.5% มีความเสี่ยงค่อนข้างสมดุล และสอดคล้องกับแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อระยะยาวของสหรัฐฯ แล้ว

Given that US nominal growth is expected to stay above 4% through 2025 and 2026, we see limited downside for longer-dated yields from current levels



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความพยายามแทรกแซงนโยบายการเงินของรัฐบาลสหรัฐฯ อาจทำให้ Bond yield ระยะสั้นปรับลดต่ำกว่าที่เราคาด

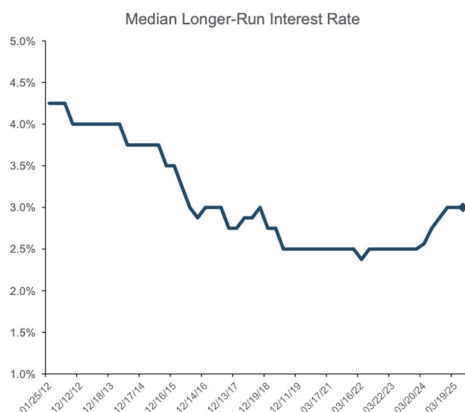
สำหรับผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้น (2-Year Treasury Bond Yield) ซึ่งสะท้อนมุมมองของตลาดต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed และมีค่าชดเชยระยะเวลาการถือครอง (Term premium) ที่ต่ำกว่าพันธบัตรระยะยาว เราประเมินในกรณีฐานว่า Bond yield จะเคลื่อนไหวใกล้เคียงระดับ 4.0% ในปีนี้ แต่มีความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มขึ้น ภายใต้บริบทที่ประธานาธิบดีทรัมป์มีแนวโน้มแต่งตั้งประธาน

Fed คนใหม่ที่มีจุดยืนทางนโยบายแบบผ่อนคลายเป็นอย่างมาก (Overly dovish) เพื่อให้เอื้อต่อการบริหารภาระหนี้สาธารณะที่เพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง สะท้อนถึงภาวะ “Fiscal dominance” ที่นโยบายการคลังเริ่มเข้ามามีอิทธิพลต่อนโยบายการเงินมีข้อจำกัดสูงขึ้น

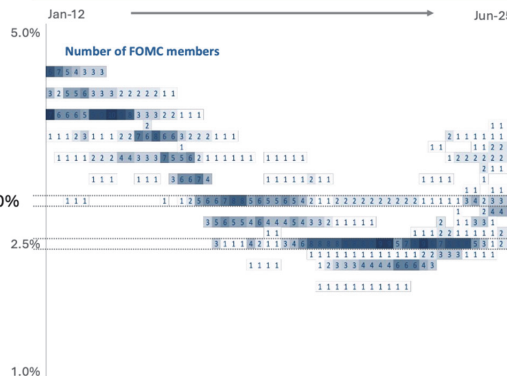
ด้วยความเสี่ยงเชิงนโยบายที่โน้มไปในทิศทางดังกล่าว เราจึงให้น้ำหนักกับการลงทุนในพันธบัตรระยะสั้นมากกว่าระยะยาว เนื่องจากมีโอกาสได้รับอานิสงส์จากการเปลี่ยนแปลงเชิงนโยบายในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 8: ประเมินการดอกเบี้ยระยะยาวที่เหมาะสมกับแนวโน้มเศรษฐกิจสหรัฐฯ (Median longer-run dot plot rate) ปรับขึ้นมาเป็น 3.0% (ภาพซ้าย) ขณะที่จำนวนกรรมการที่ยังมองว่าอัตราดอกเบี้ยเป็นกลางยังคงอยู่ที่ 2.5% ลดลงเหลือเพียง 2 คน (ภาพขวา)

FOMC dot plot: median longer-run rate moves up to 3%



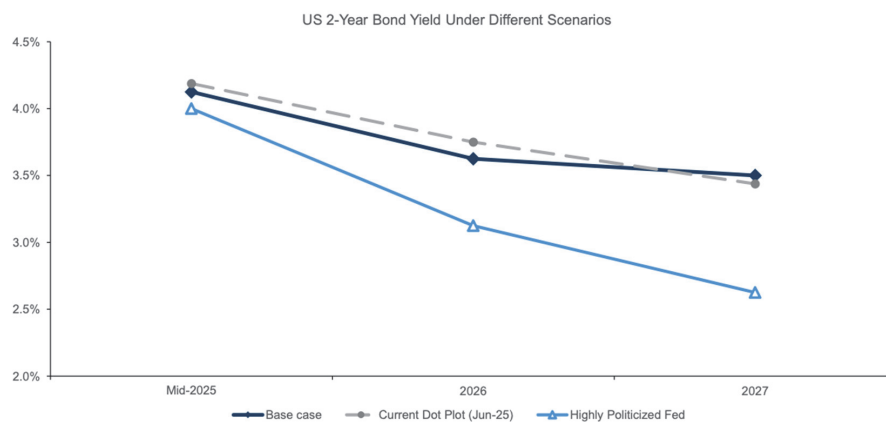
Growing number of Fed officials point to 3.5–4.0% neutral rate



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 9: ในกรณีฐาน เราประเมินว่า Bond yield 2 ปี จะเคลื่อนไหวใกล้เคียง 4.0% ในปีนี้ แต่มีความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มขึ้น หากประธานาธิบดีทรัมป์แต่งตั้งประธาน Fed คนใหม่ที่มีจุดยืนทางนโยบายแบบผ่อนคลายเป็นอย่างมาก (Overly dovish) ขึ้นมาแทน

If the Fed is pressured and coerced into cutting rates to the lowest acceptable level of 2.5% by 2027, the US 2-year yield could be forced to decline significantly



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 10: ความมั่นใจของนักลงทุนต่ออิสระและความสามารถของ Fed ลดลง สะท้อนผ่านคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาวที่ปรับสูงขึ้น (เส้นสีฟ้า) ไม่สอดคล้องกับคาดการณ์ดอกเบี้ยที่ตลาดคาดว่าจะยังคงปรับลดลง (เส้นสีเทา)



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรามอง Bond yield ไทยอายุ 10 ปี ที่ปรับลงมาอยู่ที่ 1.5% ตามคาด มีความเสี่ยงด้านต่ำจำกัด และมีโอกาสปรับลดลงต่อได้ไม่มากนัก

นายวิทย์ รัตนกร กรรมการผู้จัดการธนาคารออมสิน ได้รับความเห็นชอบจากคณะรัฐมนตรีให้ดำรงตำแหน่งผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) คนที่ 25 โดยจะเริ่มปฏิบัติงานในวันที่ 1 ต.ค. 2025 โดยนายวิทย์มีจุดยืนที่ชัดเจนในการสนับสนุนนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นการลดอัตราดอกเบี้ยจะช่วยบรรเทาภาระหนี้ครัวเรือนและสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ เราประเมินว่าตลาดได้สะท้อน (priced-in) การเปลี่ยนแปลงตำแหน่งผู้ว่าการไว้ล่วงหน้าระดับหนึ่งแล้ว และคาดว่าจะส่งผลต่อพันธบัตร

ระยะสั้นบ้าง จากความเป็นไปได้ที่ดอกเบี้ยนโยบายจะถูกปรับลดลงเร็วกว่าคาด และคงอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง

ขณะที่พันธบัตรระยะยาว ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปี (10Y Bond Yield) ที่ปรับตัวลดลงมาสู่ระดับประมาณ 1.5% ตามคาดการณ์ของเรา มีความเสี่ยงที่ค่อนข้างสมดุลแล้ว แม้จะยังมีแรงหนุนด้านต่ำจากเศรษฐกิจที่เปราะบางและแรงกดดันเงินเฟ้อต่ำในระยะสั้น แต่ในระยะยาว คาดว่าภาระหนี้สาธารณะที่อยู่ในระดับสูง ประกอบกับความเสี่ยงเรื่องอันดับเครดิตของประเทศ จะเป็นปัจจัยจำกัดไม่ให้ Bond yield ปรับลดลงต่ำกว่าระดับปัจจุบันได้มากนัก 🌀

แผนภาพที่ 11: Bond yield ไทยอายุ 10 ปี ที่ปรับลงมาสู่ระดับ 1.5% ตามคาด (เส้นสีน้ำเงิน) มีโอกาสปรับลดลงต่อได้ไม่มากนัก และปัจจุบันอยู่ต่ำกว่า Bond yield ญี่ปุ่นที่มีอายุเท่ากันแล้ว (เส้นสีแดง)



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ราคาทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 3,400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในเดือน ก.ค. ส่วนหนึ่งได้แรงหนุนจากการป้องกันความเสี่ยงของนักลงทุนหลังปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ และคณะทำงานที่ต่างออกมากดดันนายเจอโรม พาวเวลล์ ประธาน Fed อย่างบ่อยครั้งในช่วงที่ผ่านมา รวมถึงยังเป็นการป้องกันความเสี่ยงหลังวันที่ 1 ส.ค. ที่จะทรัมป์กลับมาบังคับใช้ภาษีศุลกากรตอบโต้ตามจดหมาย อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าราคาทองคำมี Upside ก่อนข้างจำกัดในระยะสั้น ขณะที่ด้านตลาดน้ำมัน เราคงมุมมองราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) มีแนวโน้มทยอยปรับลดลงสู่ระดับประมาณ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงท้ายปี 2025 จากแรงกดดันด้านอุปทานที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยในช่วงครึ่งหลังของปี โดยเฉพาะจากสมาชิก OPEC อย่างซาอุดีอาระเบียและสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ซึ่งอยู่ระหว่างการเร่งการผลิตตามมาตรการของกลุ่ม

ทองคำ

เราคาดว่าราคาทองคำมี Upside ก่อนข้างจำกัดในระยะสั้น

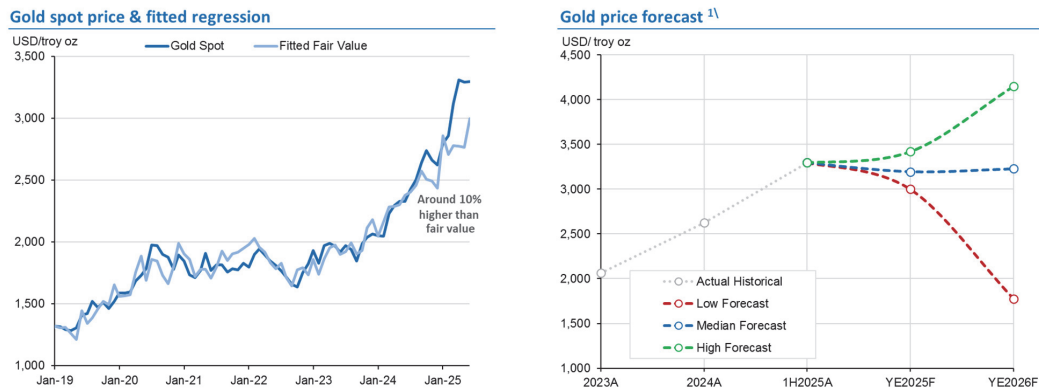
ราคาทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 3,400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในเดือน ก.ค. ส่วนหนึ่งได้แรงหนุนจากการป้องกันความเสี่ยงของนักลงทุนหลังปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ และคณะทำงานที่ต่างออกมากดดันนายเจอโรม พาวเวลล์ ประธาน Fed อย่างบ่อยครั้งในช่วงที่ผ่านมา รวมถึงยังเป็นการป้องกันความเสี่ยงหลังวันที่ 1 ส.ค. ที่จะทรัมป์กลับมาบังคับใช้ภาษีศุลกากรตอบโต้ตามจดหมาย อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าราคาทองคำมี Upside ก่อนข้างจำกัดในระยะสั้น และอาจเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำ หากในท้ายที่สุดสถานการณ์คลี่คลาย

โดยเราใช้แบบจำลองเพื่อหาราคาที่เหมาะสมของทองคำเมื่อเทียบกับเครื่องชี้เศรษฐกิจ และพบว่าราคาทองคำมี Premium จากปัจจัยมหภาคของเราราว 10% โดยแบบจำลองของเรามีตัวแปรดังต่อไปนี้ 1) สัญญาณการซื้อทองคำสุทธิล่วงหน้า ซึ่งสะท้อนการเก็งกำไรของตลาดการเงิน 2) ดัชนีความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ โดยหากปรับขึ้นสูงอาจส่งผลให้นักลงทุนกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนมายังทองคำ 3) คาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว 4.1) ดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภค และ 4.2) ดัชนี S&P500 ที่สะท้อนต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) ระหว่างการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงหรือปลอดภัยในช่วงที่เศรษฐกิจเร่งตัวขึ้นหรือชะลอตัวลง 5) ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ และ 6) ส่วนต่าง

อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ภาคเอกชนชั้นดีที่เพิ่มจากพันธบัตรรัฐบาล (Credit Spread) ขณะที่เมื่อเทียบกับมุมมองของตลาด ราคาทองคำมี Premium ราว 6% จากคาดการณ์ ณ สิ้นปี 2025F โดยเราคาดว่าราคาทองคำมีแนวโน้มทรงตัวในกรอบกว้างราว 3,200-3,500 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงที่เหลือของปี

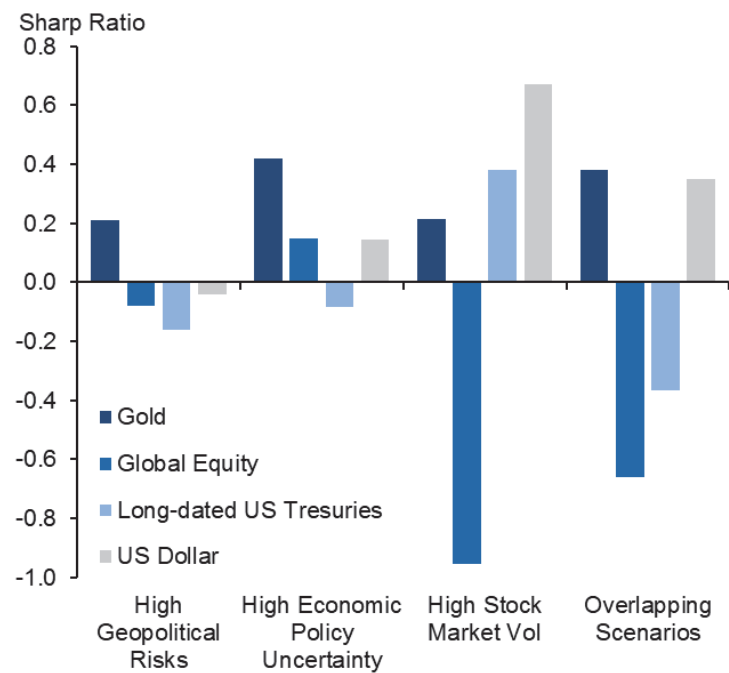
ในระยะกลางถึงยาว เราคาดว่าทองคำยังมีปัจจัยหนุนหลายประการ อาทิ 1) อุปสงค์การซื้อทองคำของธนาคารกลางในประเทศต่างๆ ที่ยังมีแนวโน้มสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตเพื่อบริหารในช่วงที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลมีผันผวนสูง และป้องกันความเสี่ยงท่ามกลางสถานการณ์ที่ไม่แน่นอน 2) ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical Risks) จากตะวันออกกลางที่อาจรุนแรงขึ้น, จีน-ไต้หวันที่เป็นความเสี่ยงระยะยาว และรัสเซีย-ยูเครนที่แม้จะดูมีความคืบหน้ามากขึ้น แต่ยังไม่มีความชัดเจน 3) ภาระหนี้ของสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นสูงต่อเนื่องหลังพรรครีพับลิกันเสนอแผนเพิ่มการขาดดุลงบกลางอีกกว่า 3.4 ล้านล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วง 10 ปีข้างหน้า ซึ่งอาจกระทบต่อความเชื่อมั่นต่อสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในระยะยาว โดยสรุป เรายังคงแนะนำทยอยเข้าลงทุนในทองคำเมื่อเกิดการปรับฐาน ด้วยความระมัดระวัง เพื่อช่วยกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน โดยเฉพาะจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ที่อาจตึงเครียดมากขึ้นและความกังวลต่อเศรษฐกิจที่อาจชะลอลง

แผนที่ภาพ 12: ราคาทองคำมี Premium จากปัจจัยมหภาคของเราราว 10-13% ขณะที่เมื่อเทียบกับมุมมองของตลาด ราคาทองคำมี Premium ราว 6% จากคาดการณ์ ณ สิ้นปี



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนที่ภาพ 13: แม้ในช่วงสั้นราคาทองอาจมี Upside จำกัด แต่ยังคงแนะนำทยอยเข้าลงทุนเมื่อเกิดการปรับฐานเพื่อช่วยกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน โดยทองคำมักจะเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนเป็นบวกเมื่อเทียบกับความเสี่ยง (Sharpe Ratio) ในภาวะที่มีความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจสูง, มีความตึงเครียดจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์สูง และตลาดหุ้นมีความผันผวนสูง



Source: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

น้ำมัน

เราคงมุงมองราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) มีแนวโน้มทยอยปรับลดลงสู่ระดับประมาณ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงท้ายปี 2025 จากแรงกดดันด้านอุปทานที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยในช่วงครึ่งหลังของปี โดยเฉพาะจากสมาชิก OPEC อย่างซาอุดีอาระเบียและสหรัฐอเมริกาหรับเอมิเรตส์ซึ่งอยู่ระหว่างการเร่งการผลิตตามมาตรการของกลุ่ม ขณะเดียวกัน การผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ก็มีแนวโน้มทรงตัวมากกว่าจะหดตัวตามที่เราเคยประเมินไว้ หลัง “สงคราม 12 วัน” ระหว่างอิหร่านและอิสราเอลผลักดันราคาสัญญาซื้อขายล่วงหน้าไตรมาส 4/2025 ให้พุ่งขึ้นในระยะสั้น เปิดโอกาสให้ผู้ผลิตได้เร่งทำสัญญาขายล่วงหน้า (Hedging) เพื่อป้องกันความเสี่ยง ซึ่งจะช่วยพยุงระดับการผลิตในช่วงปลายปีแม้ราคาน้ำมันจะปรับลดลงหลังจากนี้

เราคาดว่า OPEC จะเร่งการเพิ่มกำลังการผลิตให้แล้วเสร็จภายในปีนี้ เร็วกว่ากำหนดเดิมซึ่งวางไว้ให้ทยอยปรับขึ้นต่อเนื่องจนถึงเดือน ก.ย. 2026

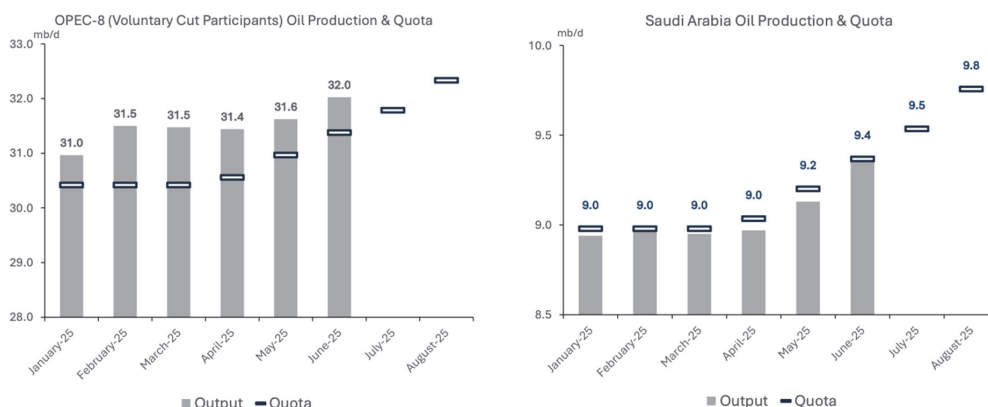
กลุ่ม OPEC+ นำโดย 8 ประเทศสมาชิกที่เข้าร่วมมาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจ (ได้แก่ ซาอุดีอาระเบีย รัสเซีย อิรัก สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ คูเวต คาซัคสถาน แอลจีเรีย และโอมาน) มีมติในการประชุมเมื่อวันที่ 5 ก.ค. ให้เร่งการเพิ่มกำลังการผลิตเร็วกว่ากำหนด โดยจะเพิ่มโควตาอีก 548,000 บาร์เรลต่อวันในเดือน ส.ค.

ซึ่งมากกว่ารอบก่อนหน้า (411,000 บาร์เรลต่อวัน) และมากกว่าที่เราและนักวิเคราะห์หลายฝ่ายคาดไว้ ซึ่งจะส่งผลให้มาตรการทยอยเพิ่มการผลิตสิ้นสุดลงในเดือน มี.ค. 2026 เร็วกว่ากำหนดเดิมราวครึ่งปี นอกจากนี้ การประชุมที่ใช้เวลาเพียง 15 นาที ยังสะท้อนถึงความเป็นเอกภาพของกลุ่มต่อกลยุทธ์ใหม่ที่ยอมรับราคาน้ำมันที่ต่ำลงในระยะสั้น เพื่อช่วงชิงส่วนแบ่งตลาดคืนและกดดันการผลิตจากกลุ่ม Non-OPEC โดยเฉพาะสหรัฐฯ

แม้มติรอบนี้จะเพิ่มโควตาอย่างมีนัย แต่เราคาดว่า การผลิตจริงจะเพิ่มขึ้นไม่มากนัก เนื่องจากหลายประเทศมีการผลิตสูงเกินโควตาเดิมอยู่แล้ว และการปรับครั้งนี้สะท้อนเพียงการทำให้ตัวเลขโควตาสอดคล้องกับการผลิตจริงมากขึ้น โดยคาดว่าจะการเพิ่มขึ้นอย่างเป็นรูปธรรมจะมาจากซาอุดีอาระเบียเป็นหลัก ซึ่งจะเร่งการผลิตจาก 9.4 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน มิ.ย. เป็น 9.8 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน ส.ค. และมีแนวโน้มจะเร่งต่อเนื่องขึ้นอีกในการประชุมถัดไปที่ 3 ส.ค. เพื่อให้มาตรการเพิ่มการผลิตสิ้นสุดลงภายในปีนี้ ก่อนเข้าสู่โหมด Wait-and-See ในปี 2026 ซึ่งหากเป็นไปตามที่คาด การผลิตน้ำมันของซาอุดีอาระเบียจะเพิ่มขึ้นเป็น 10.0 ล้านบาร์เรลต่อวันภายในเดือน ธ.ค. หรือสูงกว่าระดับต้นปีราว +1.0 ล้านบาร์เรลต่อวัน ส่งผลให้อุปทานน้ำมันโลกในช่วงครึ่งหลังของปีเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และเป็นปัจจัยกดดันให้ราคาน้ำมันดิบ WTI เคลื่อนไหวใกล้ระดับ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงท้ายปี

แผนภาพที่ 14: การผลิตน้ำมันของซาอุดีอาระเบียมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเป็น 9.8 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน ส.ค. และอาจเพิ่มขึ้นอีกเป็น 10.0 ล้านบาร์เรลต่อวันภายในเดือน ธ.ค. หรือสูงกว่าระดับต้นปีราว +1.0 ล้านบาร์เรลต่อวัน ส่งผลให้อุปทานน้ำมันโลกในช่วงครึ่งหลังของปีเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

Major production increase expected from Saudi Arabia, currently producing at 9.4 mb/d, 0.4 mb/d below its August quota and 0.6 mb/d below the fully unwound quota expected by year-end



Note: June 2025 OPEC-8 production data incorporates author's own calculations

ที่มา: Bloomberg, Rystad, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

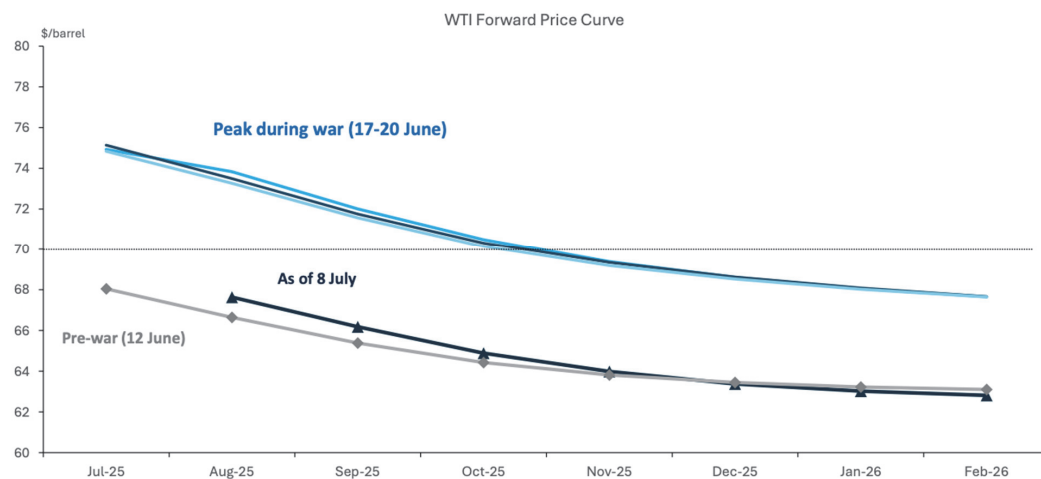
“สงคราม 12 วัน” จะกลายเป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันในช่วงท้ายปี หลังผู้ผลิตอาศัยโอกาสที่ราคาพุ่งสูงขึ้นเข้า Hedge สัญญาขายล่วงหน้าจำนวนมาก

ความขัดแย้งระหว่างอิสราเอลและอิหร่านที่ลุกลามจนกลายเป็น “สงคราม 12 วัน” ในเดือน มิ.ย. ส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบ WTI พุ่งสูงขึ้นกว่า 20% เหนือระดับ 75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในเวลาสั้น ๆ จากความวิตกว่าความตึงเครียดอาจลุกลามเป็นสงครามระดับภูมิภาค และช่องแคบฮอร์มุซที่เป็นช่องทางขนส่งน้ำมันดิบอาจได้รับผลกระทบ อย่างไรก็ตาม สถานการณ์ก็คลี่คลายลงได้อย่างรวดเร็ว และในระยะข้างหน้า เราประเมินว่าแม้ความขัดแย้งในภูมิภาคตะวันออกกลางอาจลุกลามขึ้นอีก ทว่าความเสี่ยงในการปิดช่องแคบยังคงอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจาก

อิหร่านเองต้องพึ่งพาช่องแคบนี้ในการส่งออกน้ำมันจากเกาะ Kharq ซึ่งเป็นศูนย์กลางโครงสร้างพื้นฐานหลัก การโจมตีเรือชาติอื่นจึงเสี่ยงต่อการตอบโต้และอาจย้อนกระทบต่อเศรษฐกิจของอิหร่านเอง

นอกจากนี้ เรามองว่าสงครามครั้งนี้อาจกลายเป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ เนื่องจากในช่วงที่สงครามรุนแรงขึ้นช่วงกลางเดือน มิ.ย. ราคาซื้อขายล่วงหน้าของน้ำมันดิบ WTI ในไตรมาส 4/2025 พุ่งขึ้นจากระดับ 60 ดอลลาร์ ไปแตะเกือบ 70 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล เปิดโอกาสให้ผู้ผลิตในสหรัฐฯ เร่งทำสัญญาขายล่วงหน้า (Hedging) เพื่อป้องกันความเสี่ยง ทำให้แม้ราคาจะอ่อนตัวลงในภายหลังของปี แต่การผลิตยังมีแนวโน้มทรงตัว มากกว่าจะหดตัวตามที่เคยประเมินไว้

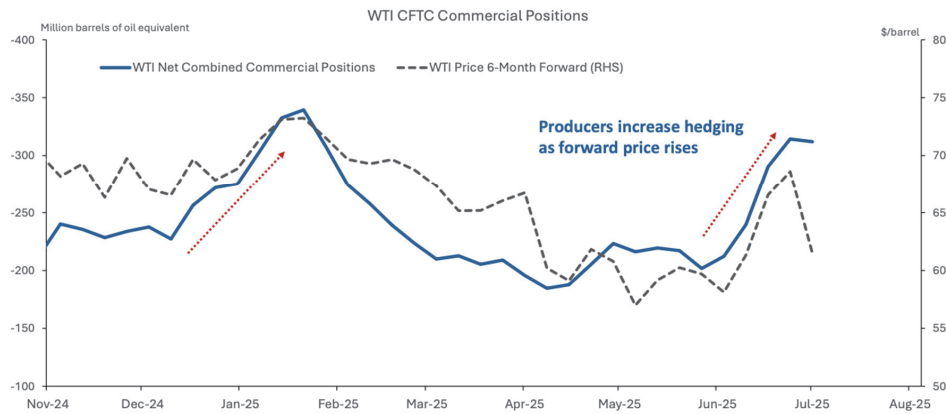
แผนภาพที่ 15: ในช่วงที่สงครามรุนแรงขึ้นช่วงกลางเดือน มิ.ย. ราคาซื้อขายล่วงหน้าของน้ำมันดิบ WTI ในไตรมาส 4/2025 พุ่งขึ้นจากระดับ 60 ดอลลาร์ ไปแตะเกือบ 70 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล...



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

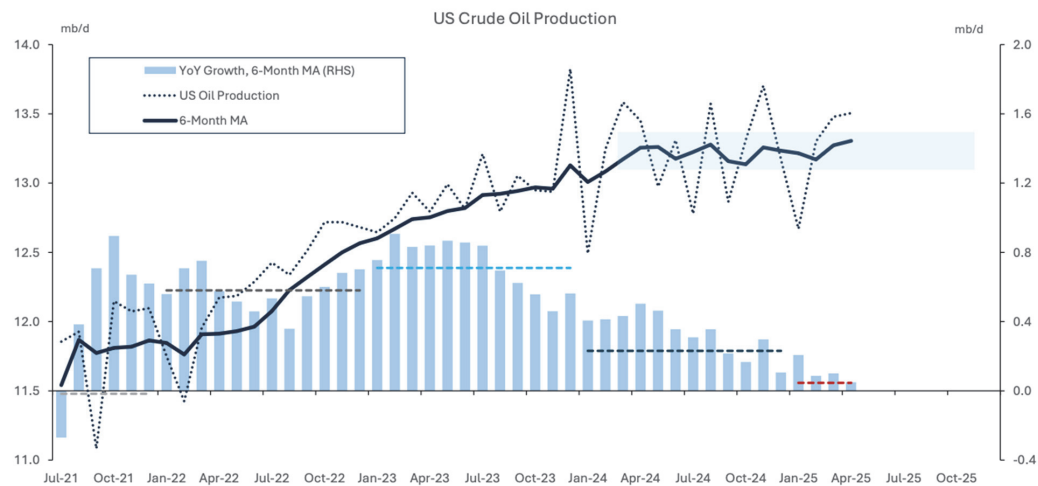
แผนภาพที่ 16: ...เปิดโอกาสให้ผู้ผลิตในสหรัฐฯ เร่งทำสัญญาขายล่วงหน้า (Hedging) เพื่อป้องกันความเสี่ยง

During the war, net short commercial positions increased by around 100 million barrels. If these are intended for 2H25, the volume would correspond to roughly 0.5 mb/d



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 17: เรามองการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ มีแนวโน้มทรงตัวในช่วงท้ายปี จากที่เคยมองว่าเสี่ยงที่จะเกิดการชะลอตัวขึ้นตามทิศทางราคาน้ำมันที่อ่อนแอ

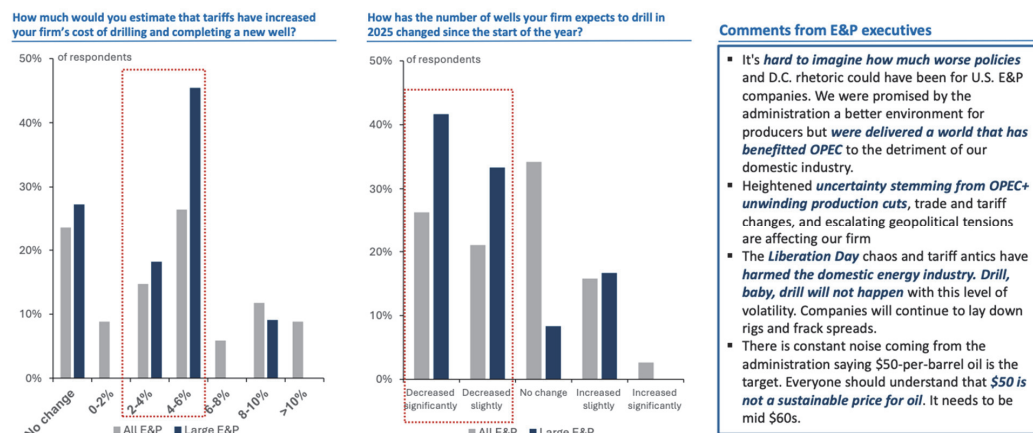


ที่มา: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ดี ในระยะยาว ราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องกำลังกดดันการลงทุนใหม่ โดยเฉพาะในกิจกรรมขุดเจาะ ซึ่งหากแนวโน้มนี้ดำเนินต่อไป อุปทานที่เติบโตช้ากว่าความต้องการ

บริโภคในอนาคต อาจนำไปสู่การเร่งตัวของราคาน้ำมันอีกครั้งตามธรรมชาติของตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ที่ “ราคาต่ำคือจุดเริ่มต้นของราคาสูง” (Low prices cure low prices) 🔄

แผนภาพที่ 18: บริษัทผลิตและค้นหาพลังงานในสหรัฐฯ มีแนวโน้มจะลดกิจกรรมการขุดเจาะลงเมื่อเทียบกับที่เคยประเมินไว้เมื่อต้นปี



Note: 1/ Executives from 34 (tariff question) and 38 (drilling plan question) exploration and production firms answered the 2 questions during the survey collection period, 18-26 June 2025.

2/ Large E&Ps refer to firms that

produce more than 10,000 b/d, which account for 80% of total US production

ที่มา: Federal Reserve Bank of Dallas, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 19: ผู้บริหารบริษัทผลิตและค้นหาพลังงานในสหรัฐฯ ประเมินว่าการผลิตน้ำมันจะลดลงอย่างมีนัยหากราคาน้ำมันทรงตัวที่ระดับ 50-60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลเป็นเวลานาน



Note: Executives from 85 exploration and production firms answered this question during the survey collection period, June 18–26, 202

ที่มา: Federal Reserve Bank of Dallas, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- ในช่วงต้นเดือน ก.ค. ปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ เลื่อนการบังคับใช้ภาษีศุลกากรตอบโต้ออกไปเป็นวันที่ 1 ส.ค. จากที่จะต้องบังคับใช้ในวันที่ 9 ก.ค. ขณะที่ได้มีการส่งจดหมายไปยังประเทศต่างๆ พร้อมกับระบุอัตราภาษีสินค้านำเข้าที่แต่ละประเทศต้องเผชิญ ทั้งนี้ ตัวเลขภาษีในจดหมายอาจเป็นเพียงหนึ่งในกลยุทธ์ของสหรัฐฯ ในการกดดันประเทศคู่ค้าให้เร่งยื่นข้อเสนอที่ให้ประโยชน์กับสหรัฐฯ มากขึ้น อาทิ 1) เปิดตลาดเสรีนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ โดยลดหรือยกเลิกการเก็บภาษีศุลกากร 2) เพิ่มการนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ ผ่านการกำหนดโควตาในกลุ่มสินค้า อาทิ เกษตร พลังงาน เครื่องบินและอาวุธยุทโธปกรณ์ เป็นต้น 3) ลดอุปสรรคทางการค้าที่ไม่ใช่ภาษี (Non-tariff Barriers) 4) แก้ปัญหาการสวมสิทธิถิ่นกำเนิดสินค้าที่ส่งไปยังสหรัฐฯ ขณะเดียวกัน จากท่าทีของประเทศคู่ค้าหลักส่วนใหญ่ที่ประนีประนอม ไม่ดำเนินมาตรการตอบโต้ และพยายามยื่นข้อเสนอเพื่อลดการเกิดดุลการค้ากับสหรัฐฯ ที่ครอบคลุมมากขึ้น อาจส่งผลให้อัตราภาษีศุลกากรที่สหรัฐฯ เรียกเก็บมีแนวโน้มต่ำกว่าตัวเลขในจดหมายหลังวันที่ 1 ส.ค.
- ในการประชุมองค์การสนธิสัญญาแอตแลนติกเหนือ (North Atlantic Treaty Organisation: NATO) ที่ประเทศเนเธอร์แลนด์ ในเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา ประเทศสมาชิกส่วนใหญ่ยกเว้นสเปนตกลงจะเพิ่มการใช้จ่ายด้านกลาโหมขึ้นเป็น 5.0% ของ GDP ภายใน 10 ปีข้างหน้า โดยแบ่งออกเป็นสองส่วน ได้แก่การลงทุน 3.5% ของ GDP ในงบกลาโหมหลัก เช่น อาวุธยุทโธปกรณ์และกำลังพล (vs. 2.0% เป้าหมายก่อนหน้า) และอีก 1.5% ของ GDP สำหรับการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับการป้องกันประเทศและความมั่นคงในวงกว้าง เช่น โครงสร้างพื้นฐานให้สามารถรองรับกับยานพาหนะทางการทหารได้ รวมถึงการลงทุนด้านความมั่นคงทางไซเบอร์และหน่วยข่าวกรอง โดยเราประเมินว่า ประเทศสมาชิก NATO ในสหภาพยุโรปมีแนวโน้มเพิ่มการลงทุนในอุตสาหกรรมป้องกันประเทศขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงไม่กี่ปีข้างหน้า อย่างไรก็ตาม การเพิ่มขึ้นของการใช้จ่ายด้านกลาโหมจะมีความแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศสมาชิก ตามความจำเป็นเร่งด่วน การสนับสนุนของประชาชนที่จะนำงบประมาณมาใช้ด้านการทหาร และช่องว่างในการดำเนินนโยบายการคลัง
- มูลค่าการส่งออกยานยนต์ของญี่ปุ่นไปยังสหรัฐฯ ล่าสุดในเดือน พ.ค. ปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบปี จากการที่ผู้ผลิตรายหนึ่งของญี่ปุ่นปรับลดราคาสินค้าส่งออกไปยังสหรัฐฯ ลง และแบกรับภาระภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ที่สูงขึ้น โดยจากการสำรวจล่าสุดพบว่า กลุ่มผู้ผลิตรายใหญ่ของญี่ปุ่น โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมยานยนต์ได้มีการปรับลดคาดการณ์กำไรสำหรับปีงบประมาณ 2025 ลง โดยรายได้ของภาคธุรกิจที่มีแนวโน้มอาจส่งผลกระทบต่อปรับขึ้นค่าจ้างในระยะต่อไป แม้ปัญหาการขาดแคลนแรงงานอาจยังช่วยหนุนการเติบโตของค่าจ้างในญี่ปุ่น ด้านการดำเนินนโยบายการเงินของ BoJ เราประเมินว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 25bps ในช่วงครึ่งปีหลังนี้ หากญี่ปุ่นสามารถบรรลุข้อตกลงทางการค้ากับสหรัฐฯ ได้
- การเติบโตของสินเชื่อ (Loan growth) และปริมาณเงินในระบบ (Money supply growth) ยังคงชะลอตัวต่อเนื่อง แม้ธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้ดำเนินมาตรการผ่อนคลายทางการเงินในช่วงที่ผ่านมา ทั้งการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย การลดอัตราส่วนเงินสำรองตามกฎหมายของธนาคาร (Reserve requirement ratio: RRR) และการจัดตั้ง Relending facility เพื่อกระตุ้นการปล่อยสินเชื่อ โดยแม้ว่ายอดระดมทุนรวมทั้งระบบสถาบันการเงิน (Total social financing) มีการเร่งตัวขึ้นในปี แต่แรงขับเคลื่อนหลักมาจากการเร่งออกพันธบัตรรัฐบาลของภาครัฐเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงครึ่งปีแรก ขณะที่การปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคเอกชนยังคงอ่อนแอ ตามความเชื่อมั่นของทั้งภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนที่ยังอยู่ในระดับต่ำ ด้านการดำเนินนโยบายการเงิน เราคาดว่า PBoC มีแนวโน้มลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 10bps และลด RRR อีก 50bps ในช่วงไตรมาส 4/2025 เพื่อรองรับภาวะเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงภายหลังแรงกระตุ้นจากการส่งออกและนโยบายการคลังของช่วงครึ่งปีแรกเริ่มลดลง
- เศรษฐกิจไทยยังคงเผชิญกับความเสี่ยงรอบด้าน ทั้งแรงส่งจากอุปสงค์ต่างประเทศที่มีแนวโน้มลดลงจากมาตรการภาษีของสหรัฐฯ ที่คาดว่าจะเริ่มมีผลบังคับใช้หลังวันที่ 1 ส.ค. อีกทั้งการท่องเที่ยวที่ชะลอตัวมากกว่าที่ประเมินไว้ และคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติมีแนวโน้มที่จะลดลงจากปีก่อน นอกจากนี้ ปัจจัยในประเทศทั้งการชะลอตัวของการบริโภคภาคเอกชนที่เป็นผลพวงจากปัจจัยความไม่แน่นอนด้านรายได้ และปัญหาเศรษฐกิจ รวมถึงหนี้ครัวเรือนที่ยังสูงต่อเนื่องก็เป็นอีกแรงกดดันหนึ่ง ท่ามกลางความไม่แน่นอนทางการเมืองที่เพิ่มสูงขึ้นหลังพรรคภูมิใจไทยได้มีมติถอนตัวจากการร่วมรัฐบาล ซึ่งหลายฝ่ายเริ่มมีการตั้งคำถามถึงเสถียรภาพของรัฐบาล และความต่อเนื่องของกระบวนการพิจารณาร่างงบประมาณปี 2569ว่าจะชะงักงันหรือไม่ ปัจจัยเหล่านี้ส่งผลให้เราประเมินว่าเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มที่จะขยายตัวในระดับต่ำกว่าระดับศักยภาพทั้งในปี และปีถัดไป เน้นจับตาการเจรจากับทางสหรัฐฯ อย่างใกล้ชิด และผลกระทบที่จะเกิดขึ้นจากการเปิดตลาดให้แก่สินค้าจากสหรัฐฯ ซึ่งเป็นข้อเสนอที่ไทยจะต้องยอมแลกมาเพื่อให้ได้อัตราภาษีศุลกากรที่ต่ำลง นอกจากนี้ ยังต้องติดตามมาตรการเยียวยาและลดทอนผลกระทบจากประเด็นดังกล่าวจากทางฝ่ายรัฐบาลด้วย ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบายยังคาดว่าไม่มีทิศทางที่เป็นชัดเจน โดยประเมินว่า กนง. จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25bps ในการประชุมเดือน ส.ค. และอีก -25bps ในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

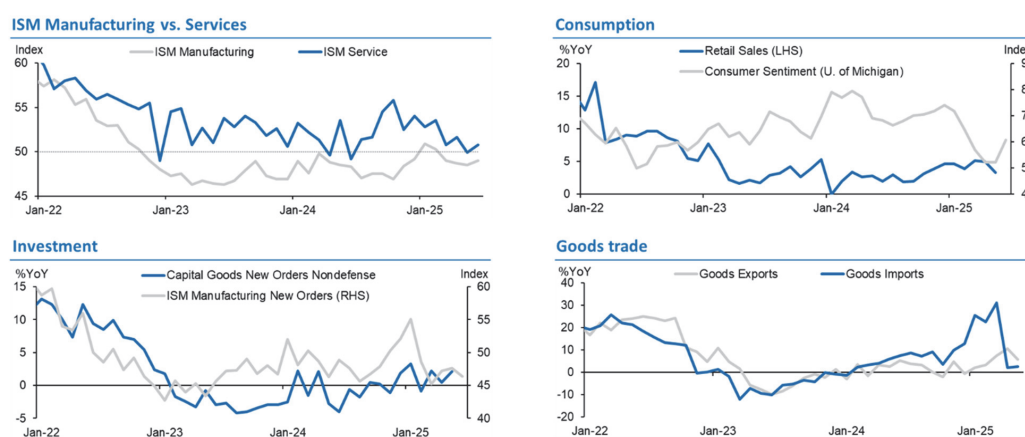
ในช่วงต้นเดือน ก.ค. ปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ เลื่อนการบังคับใช้ภาษีศุลกากรตอบโต้ออกไปเป็นวันที่ 1 ส.ค. จากที่ต้องบังคับใช้ในวันที่ 9 ก.ค. ขณะที่ได้มีการส่งจดหมายไปยังประเทศต่างๆ พร้อมกับระบุอัตราภาษีสินค้านำเข้าที่แต่ละประเทศต้องเผชิญ ทั้งนี้ ตัวเลขภาษีในจดหมายอาจเป็นเพียงหนึ่งในกลยุทธของสหรัฐฯ ในการกดดันประเทศคู่ค้าให้เร่งยื่นข้อเสนอที่ให้ประโยชน์กับสหรัฐฯ มากขึ้น อาทิ 1) เปิดตลาดเสรีนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ โดยลดหรือยกเลิกการเก็บภาษีศุลกากร 2) เพิ่มการนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ ผ่านการกำหนดโควตาในกลุ่มสินค้า อาทิ เกษตร พลังงาน เครื่องบินและอาวุธยุทโธปกรณ์ เป็นต้น 3) ลดอุปสรรคทางการค้าที่ไม่ใช่ภาษี (Non-tariff Barriers) 4) แก้ปัญหาการสวมสิทธิกันกำเนิดสินค้าที่ส่งไปยังสหรัฐฯ ขณะเดียวกัน จากท่าทีของประเทศคู่ค้าหลักส่วนใหญ่ที่ประนีประนอม ไม่ดำเนินมาตรการตอบโต้ และพยายามยื่นข้อเสนอเพื่อลดการกีดกันการค้ากับสหรัฐฯ ที่ครอบคลุมมากขึ้น อาจส่งผลให้อัตราภาษีศุลกากรที่สหรัฐฯ เรียกเก็บมีแนวโน้มต่ำกว่าตัวเลขในจดหมายหลังวันที่ 1 ส.ค.

กิจกรรมทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ในเดือน มิ.ย. ปรับตัวดีขึ้น โดยเฉพาะการใช้จ่ายของผู้บริโภค

กิจกรรมทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ในเดือน มิ.ย. ปรับตัวดีขึ้น โดยเฉพาะการใช้จ่ายของผู้บริโภคทั้งในหมวดบริการและสินค้า ด้านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (ISM Service) ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 50.8 จุด จาก 49.9 จุดในเดือนก่อน โดยได้แรงหนุนจากผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่ทั้งในและนอกประเทศที่ปรับเพิ่มสูงขึ้น อย่างไรก็ดี ดัชนีการจ้างงานพลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัวไป

ทำระดับต่ำสุดในรอบ 3 เดือน ส่วนยอดขายปลีก (Retail Sales) เติบโตขึ้น 0.6% MoM, sa จาก -0.9% เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 0.1% โดยเมื่อพิจารณารายละเอียด พบว่ายอดขายปลีกที่เพิ่มขึ้นเป็นผลจากการใช้จ่ายในหมวดยานยนต์และส่วนประกอบ (+1.2% MoM), อุปกรณ์ก่อสร้าง (+0.9%), เครื่องแต่งกาย (+0.9%), และร้านอาหารและเครื่องดื่ม (+0.6%) อย่างไรก็ตาม การใช้จ่ายในร้านเฟอร์นิเจอร์และของใช้ไฟฟ้า (-0.1%) ปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่สอง

แผนภาพที่ 20: กิจกรรมทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ในเดือน มิ.ย. ปรับตัวดีขึ้น โดยเฉพาะการใช้จ่ายของผู้บริโภค



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรามองว่าตัวเลขภาษีในจดหมายอาจเป็นเพียงหนึ่งในกลยุทธ์ของสหรัฐฯ ในการกดดันประเทศคู่ค้าให้เร่งยื่นข้อเสนอที่ให้ประโยชน์กับสหรัฐฯ มากขึ้น

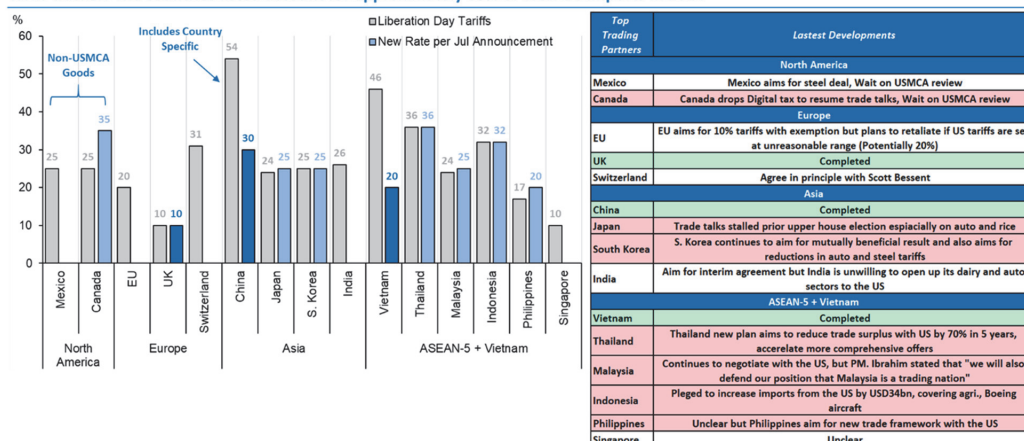
ในช่วงต้นเดือน ก.ค. ปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ เลื่อนการบังคับใช้ภาษีศุลกากรตอบโต้ออกไปเป็นวันที่ 1 ส.ค. จากที่จะต้องบังคับใช้ในวันที่ 9 ก.ค. ขณะที่ได้มีการส่งจดหมายไปยังประเทศต่างๆ พร้อมกับระบุอัตราภาษีสินค้านำเข้าที่แต่ละประเทศต้องเผชิญ โดยประเทศคู่ค้าหลักของสหรัฐฯ อาทิ เม็กซิโก แคนาดา และสหภาพยุโรป ต่างเผชิญกับอัตราภาษีศุลกากรที่สูงขึ้น นอกจากนี้ประเทศคู่ค้าหลักอื่นๆ อาทิ ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ ไทย มาเลเซีย และฟิลิปปินส์ ต้องเผชิญภาษีศุลกากรในอัตราที่ใกล้เคียงหรือเท่ากับที่ปธน. ทรัมป์ประกาศในช่วง เม.ย. ที่ผ่านมา (Liberation Day) ขณะเดียวกัน มีเพียงแค่สี่ประเทศเท่านั้นที่สามารถบรรลุข้อตกลงการค้าเบื้องต้นกับสหรัฐฯ (อังกฤษ เวียดนาม และมาเลเซีย) หรือสงบศึกชั่วคราว (จีน) ซึ่งสะท้อนถึงการยื่นข้อเสนอจากหลายประเทศที่ยังไม่น่าดึงดูดมากเพียงพอสำหรับปธน. ทรัมป์ โดยหาก

การเจรจาการค้ายังขาดความคืบหน้าก่อนวันที่ 1 ส.ค. และไม่มีประเทศใดสามารถเจรจากับสหรัฐฯ ได้เพิ่มเติม อัตราภาษีเฉลี่ย (Effective Tariff Rate) ของสหรัฐฯ มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับราว 18%-20% (vs. 13.4% ในปัจจุบัน และ 2.5% ปี 2024)

ทั้งนี้ ตัวเลขภาษีในจดหมายอาจเป็นเพียงหนึ่งในกลยุทธ์ของสหรัฐฯ ในการกดดันประเทศคู่ค้าให้เร่งยื่นข้อเสนอที่ให้ประโยชน์กับสหรัฐฯ มากขึ้น อาทิ 1) เปิดตลาดเสรีนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ โดยลดหรือยกเลิกการเก็บภาษีศุลกากร 2) เพิ่มการนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ ผ่านการกำหนดโควตาในกลุ่มสินค้า อาทิ เกษตรพลังงาน เครื่องบินและอวกาศยุโรป เป็นต้น 3) ลดอุปสรรคทางการค้าที่ไม่ใช่ภาษี (Non-tariff Barriers) 4) แก้ปัญหาการสวมสิทธิถิ่นกำเนิดสินค้าที่ส่งไปยังสหรัฐฯ ขณะเดียวกัน จากท่าทีของประเทศคู่ค้าหลักส่วนใหญ่ที่ประนีประนอม ไม่ดำเนินมาตรการตอบโต้ และพยายามยื่นข้อเสนอเพื่อลดการเกิตดุลการค้ากับสหรัฐฯ ที่ครอบคลุมมากขึ้น อาจส่งผลให้อัตราภาษีศุลกากรที่สหรัฐฯ เรียกเก็บมีแนวโน้มต่ำกว่าตัวเลขในจดหมายหลังวันที่ 1 ส.ค.

แผนภาพที่ 21: เรามองว่าตัวเลขภาษีในจดหมายอาจเป็นเพียงหนึ่งในกลยุทธ์ของสหรัฐฯ ในการกดดันประเทศคู่ค้าให้เร่งยื่นข้อเสนอที่ให้ประโยชน์กับสหรัฐฯ มากขึ้น

Tariff tracker: The countries listed account for approximately 85% of total US imports in 2024



ที่มา: Bloomberg, Reuters, White House, USTR, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในกรณีฐาน เราประเมินว่าเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core PCE) สหรัฐฯ มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นเป็น 3.1% YoY ในช่วงไตรมาสที่ 4/2025 สอดคล้องกับการประเมินของ Fed และนักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ที่ระดับ 3.1% และ 3.2% ตามลำดับ

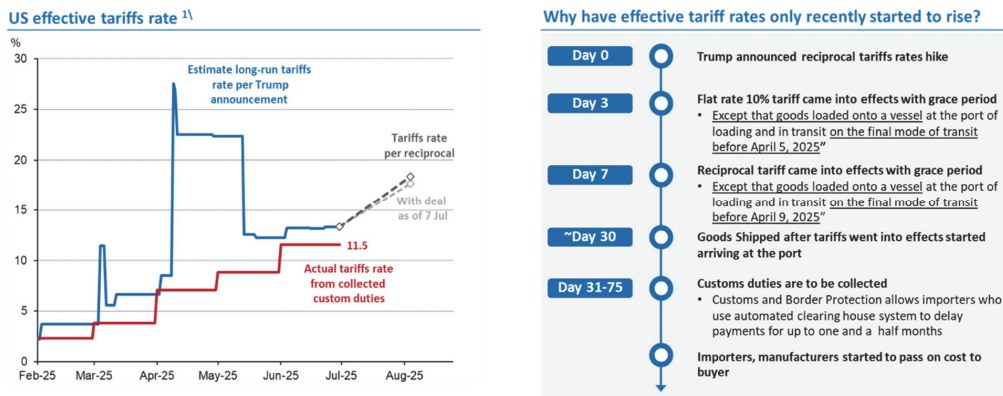
ในกรณีฐาน เราประเมินว่าเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core PCE) สหรัฐฯ มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นเป็น 3.1% YoY ในช่วงไตรมาสที่

4/2025 สอดคล้องกับการประเมินของ Fed และนักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ที่ระดับ 3.1% และ 3.2% ตามลำดับ ซึ่งสะท้อนผลจากการส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการตั้งภาษีศุลกากร ทั้งนี้ ตลาดบางส่วนเริ่มมองว่าการตั้งกำแพงภาษีของปธน. ทรัมป์ อาจไม่ส่งผลกระทบต่อขึ้นราคาผู้บริโภคมากนัก หลังเงินเฟ้อในหมวดสินค้าเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยในช่วงที่ผ่านมา

อย่างไรก็ดี เรามองว่าเงินเฟ้อในช่วงก่อนยังไม่สะท้อนผลจากสงครามการค้าอันเนื่องมาจากปัจจัยเฉพาะตัว ซึ่งจะทยอยหมดลงในช่วงไตรมาสที่สามของปีเป็นต้นไป อาทิ 1) หากสินค้าอยู่ระหว่างการขนย้ายไปยังสหรัฐฯ (นำขึ้นเรือแล้ว) ก่อนวันที่ 9 เม.ย. แต่ยังไม่ไปถึงสหรัฐฯ จะไม่ถูกเก็บภาษีศุลกากรในอัตราที่สูงขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนของผู้ประกอบการในเดือน เม.ย. เพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย แม้ทรัมป์ตั้งภาษี 10% กับทุกประเทศ 2) กรมศุลกากรของสหรัฐฯ อนุญาตให้ผู้ประกอบการสามารถเลื่อนการชำระภาษีได้หนึ่งเดือนครึ่งหลังจากสินค้าเข้ามายังประเทศสำหรับบริษัทที่ใช้การหักบัญชีอัตโนมัติ 3) ผู้ประกอบการในสหรัฐฯ เร่งการนำเข้าสินค้าเพื่อลดทอนผลกระทบจากสงครามการค้าไปในช่วงไตรมาสที่หนึ่งของปี

ขณะเดียวกัน อัตราภาษีศุลกากรเฉลี่ยที่สหรัฐฯ เรียกเก็บกับทุกประเทศทยอยปรับตัวเพิ่มขึ้นเรื่อยมาในเดือน เม.ย., พ.ค. และ มิ.ย. สู่ระดับ 7.1%, 8.8% และ 11.5% ตามลำดับ สะท้อนว่าต้นทุนของผู้ประกอบการในสหรัฐฯ กำลังเร่งตัวสูงขึ้น นอกจากนี้ อ้างอิงการจัดแบบสอบถามไปยังภาคธุรกิจของ Fed สาขา Atlanta พบว่าหากผู้ประกอบการเผชิญภาษีศุลกากร จะมีการส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นราวครึ่งหนึ่ง (50% Pass-through Rate) ไปสู่ผู้บริโภค ซึ่งค่อนข้างสอดคล้องกับการทำแบบสอบถามของ Fed สาขา Dallas และ New York ขณะที่ผู้ประกอบการส่วนใหญ่ระบุว่า จะส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นไปสู่ผู้บริโภคภายในสามเดือนให้หลัง โดยสรุป เราแนะนำให้จับตาเงินเฟ้อในช่วงไตรมาสที่สามอย่างใกล้ชิด ซึ่งมีแนวโน้มจะสะท้อนผลจากการกำแพงภาษีศุลกากรเพิ่มมากขึ้น

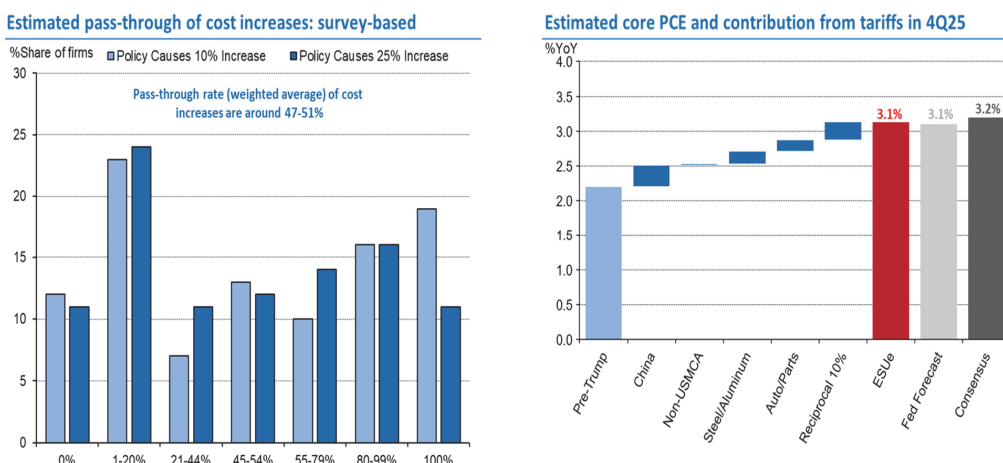
แผนภาพที่ 22: เงินเฟ้อในช่วงก่อนที่ยังไม่สะท้อนผลจากสงครามการค้าเป็นผลจากปัจจัยเฉพาะตัว



Note: 1\ Actual tariff rates in June is implied from May nominal goods imports, since official data is subjected to a lag.

ที่มา: Bloomberg, USTIC, White House, CBP, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 23: ในกรณีฐาน เราประเมินว่าเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core PCE) สหรัฐฯ มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นเป็น 3.1% YoY ในช่วงไตรมาสที่ 4/2025 สอดคล้องกับการประเมินของ Fed และนักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ที่ระดับ 3.1% และ 3.2% ตามลำดับ



ที่มา: Atlanta Fed, Fed, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความไม่แน่นอนปรับเปลี่ยนมากกว่า นาย Powell จะอยู่ครบวาระการเป็นประธาน Fed หรือไม่

ประธานาธิบดี โดนัลด์ ทรัมป์ พยายามโน้มน้าวให้ Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเรื่อยมานับตั้งแต่กลับเข้ามาดำรงตำแหน่งสมัยที่สอง และได้มีการกดดันทางวาจาโดยตรงไปยัง นาย Jerome Powell ประธาน Fed ผ่านสื่อหลายต่อหลายครั้ง นอกจากนี้ คณะผู้ทำงานของปธน. ทรัมป์ ยังเพิ่มแรงกดดันไปสู่ นาย Powell เรื่องงบประมาณปรับปรุงอาคารสำนักงานใหญ่ของ Fed ที่ใช้งบประมาณเกินกว่ากรอบที่ขออนุมัติไว้ถึงเจ็ดร้อยล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ส่งผลให้ความไม่แน่นอนปรับตัวเพิ่มขึ้นมากกว่า นาย Powell จะอยู่ครบวาระการเป็นประธาน Fed หรือไม่

ทั้งนี้ หากอิงตามไทม์ไลน์ปกติ นาย Jerome Powell จะครบวาระการเป็นประธาน Fed ในเดือน พ.ค. 2026 ขณะที่ปธน. ทรัมป์ ระบุว่ากำลังพิจารณา 3-4 รายชื่อที่จะเข้ามารับตำแหน่งประธาน Fed ต่อจากนาย Powell โดยตลาดให้น้ำหนักไปยังรายชื่อดังต่อไปนี้ 1) นาย Kevin Warsh 2) นาย Christopher Waller 3) นาย Scott Bessent และ 4) นาย Kevin Hassett ซึ่งทั้ง 4 ท่านล้วนแต่ออกมากล่าวว่า Fed ควรพิจารณาปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้แล้ว (Dovish) สอดคล้องกับความต้องการของปธน. ทรัมป์ที่อยากเห็น Fed ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย อย่างไรก็ตาม เราไม่มองว่าการมีจุดยืนด้านนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเป็นเพียงอย่างเดียว อาจไม่เพียงพอที่จะทำให้ใครคนใดคนหนึ่งจากทั้ง 4 ท่านได้เข้ามาเป็นประธาน Fed คนถัดไป โดยปธน. ทรัมป์ ยังอาจพิจารณามิติอื่นๆ ดังต่อไปนี้ 1) ความภักดีกับทรัมป์ 2) ความน่าเชื่อถือกับตลาดการเงิน และ 3) แนวคิดที่โดดเด่นภายใต้หลักการที่น่าเชื่อถือ

โดยอิงตามเกณฑ์ที่กล่าวไปข้างต้น นาย Kevin Hassett มีแนวโน้มเข้ามาเป็นประธาน Fed สมัยถัดไปมากที่สุด โดยมีจุดเด่นเรื่องความภักดีกับทรัมป์สูง หลังทำงานด้วยกันมานานที่สุดเมื่อเทียบกับแคนดิเดตท่านอื่น ซึ่งนาย Hassett เคยเป็นประธานหน่วยงานที่ปรึกษาทางเศรษฐกิจ (Council of Economic Advisers) ในสมัยทรัมป์ 1.0 และยังเข้ามาดำรงตำแหน่งผู้อำนวยการสภาเศรษฐกิจแห่งชาติ (National Economic Council) ในสมัยทรัมป์ 2.0 อีกทั้งยังเป็นผู้ที่มีบทบาทสำคัญในการผลักดันนโยบายลดภาษีถ่วงหน้า (Tax Cuts and Jobs Act) ในปี 2017 ให้กับประธานาธิบดี. ทรัมป์

โดยรองลงมา นาย Christopher Waller แม้ปัจจุบันจะดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการนโยบายการเงินใน Fed และมีความน่าเชื่อถือกับตลาดการเงินที่ค่อนข้างสูง อีกทั้งยังมีแนวคิดที่โดดเด่นจากทั้งการมองว่ากำแพงภาษีอาจไม่ได้ส่งผลกับเงินเฟ้อมากนักอย่างตลาดส่วนใหญ่ให้น้ำหนัก แต่นาย Waller เป็นหนึ่งในกรรมการที่โหวตให้ Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 50bps ก่อนการเลือกตั้งในปี 2024 ส่งผลให้คณะทำงานของทรัมป์อาจมองว่านาย Waller มีความภักดีกับปธน. ทรัมป์ไม่มากนัก

ด้านนาย Kevin Warsh เคยเป็นหนึ่งในกรรมการ Fed สมัยปี 2006-11 อีกทั้งยังมีความโดดเด่นเรื่องแนวคิด โดยเสนอให้ Fed ปรับปรุงวิธีการสื่อสารกับสาธารณชนและตลาด รวมถึงเสนอให้คณะกรรมการมีความหลากหลายทางความคิดมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ความภักดีที่มีต่อปธน. ทรัมป์ ยังประเมินได้ค่อนข้างยาก เนื่องจากยังไม่เคยทำงานภายใต้รัฐบาลทรัมป์มาก่อน ส่วนความสัมพันธ์ของทั้งสองคนอยู่ในลักษณะส่วนตัวเท่านั้น นอกจากนี้ แม้ Warsh จะออกมาระบุว่า Fed ในยุคปัจจุบันดำเนินนโยบายการเงินผิดพลาด ที่ไปตอบสนองกับการตั้งภาษีศุลกากรของปธน. ทรัมป์ ซึ่งเป็นเพียงการเพิ่มขึ้นของดัชนีราคาผู้บริโภคแบบครั้งเดียว (One-time Price Level Increases) แต่ในอดีตนาย Warsh เป็นกรรมการนโยบายการเงินที่มีจุดยืนค่อนข้างเข้มงวด (Hawkish) ซึ่งอาจส่งผลให้ทรัมป์ พิจารณามุมอื่นในอดีตด้วย

สำหรับนาย Scott Bessent เรามองว่ามีโอกาสการเข้ามาเป็นประธาน Fed สมัยถัดไปน้อยกว่าแคนดิเดตทั้ง 3 ท่านก่อนหน้านี้ จากทั้งความภักดีที่ประเมินได้ยากเนื่องจากเพิ่งเข้าร่วมทำงานกับปธน. ทรัมป์ได้ไม่นาน ขณะเดียวกัน แม้นาย Bessent จะมีความน่าเชื่อถือกับตลาดสูง แต่ประสบการณ์ทำงานก่อนหน้านี้ใน Hedge Fund ที่มีความเชี่ยวชาญในตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนเงินตรา น่าจะสอดคล้องกับการเป็นรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังมากกว่า นอกจากนี้ นาย Bessent ยังระบุว่าอยากจะทำตำแหน่งเป็นรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังจนครบวาระ

โดยสรุป เรามองว่านาย Kevin Hassett มีแนวโน้มเข้ามาดำรงตำแหน่งประธาน Fed สมัยถัดไปสูงที่สุดจากแคนดิเดตทั้ง 4 ท่าน อย่างไรก็ตาม การตัดสินใจขั้นสุดท้ายจะขึ้นอยู่กับปธน. ทรัมป์ ซึ่งยังมีความไม่แน่นอนอีกมากว่าจะมีรายชื่อผู้แข่งขันเพิ่มขึ้นหรือไม่ เพราะหากนาย Powell ไม่ลาออกอย่างที่เชื่อกัน จะมีเส้นตายถึงเดือน พ.ค. 2026 ในการคัดสรรผู้ว่าธนาคารกลางคนถัดไป

แผนภาพที่ 24: ประธานาธิบดี ทรัมป์ ระบุว่ากำลังพิจารณา 3-4 รายชื่อที่จะเข้ามารับตำแหน่งประธาน Fed ต่อจากนาย Powell โดยตลาดให้น้ำหนักไปยังรายชื่อดังต่อไปนี้ 1) นาย Kevin Warsh 2) นาย Christopher Waller 3) นาย Scott Bessent และ 4) นาย Kevin Hassett

Possible successors to Jerome Powell

 Kevin Warsh - Board of Governors 2006-2011 - Visiting fellow in economics at Hoover Institute Image: CNBC	- Inflation: Public confidence that a central bank will deliver stable prices is a "precondition" for stable prices. "The best way to give them that confidence is to have achieved it" - Tariffs: "If central banks assert that outside changes in the price level affect inflation, drive a set of inflation outcomes, then they're in some ways admitting something against their own interests." - Forward-guidance: "A tool rolled out to great fanfare in the financial crisis, has little role to play in normal times."
 Christopher Waller - Executive VP. & Director of research at the Federal Reserve of St. Louis 2009-2020 - Board of Governors 2020-Present Image: CNBC	- Policy rate: "I think we're in the position that we could do this as early as July, that would be my view, whether the committee would go along with it or not." - Policy rate: If you're starting to worry about the downside risk [to the] labor market, move now, don't wait. - Neutral rate: "the Fed's benchmark rate is 1.25 to 1.5 percentage points above the estimated neutral level." Which implied to around 3.00-3.25% for upper bound rate.
 Scott Bessent - Former hedge fund founder - U.S. Treasury Secretary 2025-Present Image: Stefani Reynolds/Bloomberg	- Policy rate: Based on previous Fed models, the central bank would have already cut interest rates that are "very high real rates." - Tariffs: "I think that the criteria is that tariffs were not inflationary. If they're going to follow that criteria, I think that they could do it sooner than then, but certainly by September, I guess this tariff derangement syndrome happens even over at the Fed."
 Kevin Hassett - Chairman of the Council of Economic Advisers 2017-2019 (Trump 1st) - Director of the National Economic Council 2025-Present (Trump 2nd) Image: Alex Wong/ Getty Images	- Policy rate: "I think there's no reason at all for the Fed not to cut rates right now, and I would guess that if they see one more month of data, they're going to really have to concede that they've got the rate way too high." - Inflation: "Every single measure that we have of inflation is lower than it's been in more than four years." - Economy: "The tariffs are in place, inflation is down, jobs are booming, and the tax cuts haven't been passed yet, so I'll tell you right now..., that we are going to have at least 4% growth this year."

ที่มา: Bloomberg, Reuters, Fed, GIC, FOX news, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 25: เรามองว่าการมีจุดยืนด้านนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเพียงอย่างเดียวอาจไม่เพียงพอที่จะทำให้ใครคนใดคนหนึ่งจากทั้ง 4 ท่านได้เข้ามาเป็นประธาน Fed คนถัดไป โดยปธน. ทรัมป์ ยังอาจพิจารณามิติอื่นๆ ดังต่อไปนี้ 1) ความภักดีกับทรัมป์ 2) ความน่าเชื่อถือกับตลาดการเงิน และ 3) แนวคิดที่โดดเด่นภายใต้หลักการที่น่าเชื่อถือ

Scoring potential Fed chair candidates based on selected criteria on a scale of 1-5 ^{1\}

Scoring Fed Candidates	Loyalty to President Trump	Credibility to Markets	Unconventionalism via economic establishment
Kevin Hassett	(5) Very high CEA Chairman in Trump 1.0 NEC director in Trump 2.0	(3) Somewhat Loyalty poses risk if next Fed Chair is perceived to easily caved to Trump	(4) High Open-mindedness toward Trump tariffs policies despite favored free trade
Christopher Waller	(2) Low His support for 50bps cut before election may tainted his perceived loyalty within Trump admin	(5) Very high Very first to argue that Fed can bring down inflation without recession Straightforward communication style	(4) High Skepticism towards tariffs that it might not be inflationary as consensus fears
Kevin Warsh	(3) Somewhat Personal relationship with Trump Lack of a pre-existing work relationship with Trump	(3) Somewhat Opposed QE even when U-rate hit 9% in 2010 fearing inflation surge Historically Hawkish	(5) Very High Suggested putting aside Fed practices i.e. data dependence, near-term forecasting, or forward guidance
Scott Bessent	(3) Somewhat Relatively newcomer Has yet to deliver concrete result on his 3-3-3 plan	(4) High Strong track record on currency but more in line with Treasury Secretary	(3) Somewhat Currently argued that tariffs are not inflationary – a pivot from his own view a year ago

Board member term will expire in...

Board Member	Term Expires
Adriana Kugler	Jan 26
*Jerome Powell's as Chairman ends May 26	
Jerome Powell	Jan 28
Christopher Waller	Jan 30
Michael Barr	Jan 32
Michelle Bowman	Jan 34
Philip Jefferson	Jan 36
Lisa Cook	Jan 38

Note: 1\ The score are based on Bloomberg preliminary assessments (5 being the most likely to win Fed chairman).

ที่มา: Bloomberg, Brookings, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

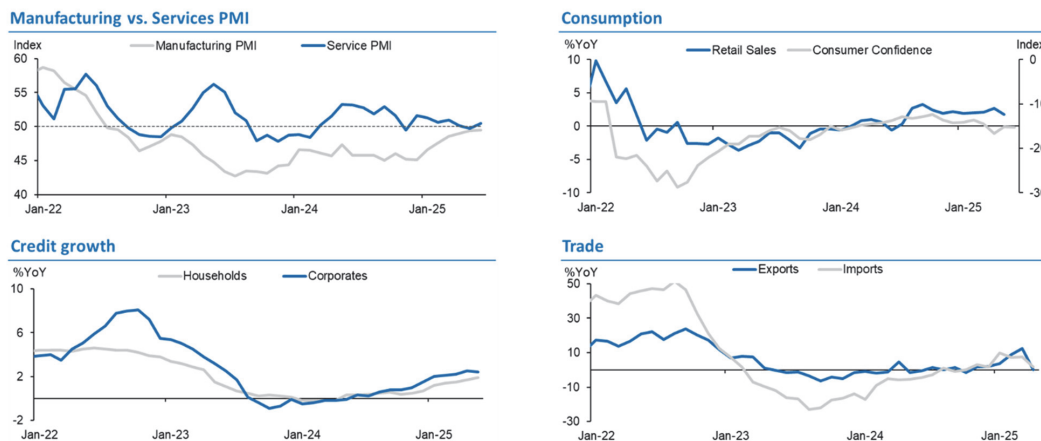
ในการประชุมองค์การสนธิสัญญาแอตแลนติกเหนือ (North Atlantic Treaty Organisation: NATO) ที่ประเทศเนเธอร์แลนด์ ในเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา ประเทศสมาชิกส่วนใหญ่ยกเว้นสเปนตกลงจะเพิ่มการใช้รายจ่ายด้านกลาโหมขึ้นเป็น 5.0% ของ GDP ภายใน 10 ปีข้างหน้า โดยแบ่งออกเป็นสองส่วน ได้แก่การลงทุน 3.5% ของ GDP ในงบกลาโหมหลัก เช่น อาวุธยุทโธปกรณ์และกำลังพล (vs. 2.0% เป้าหมายก่อนหน้านี้) และอีก 1.5% ของ GDP สำหรับการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับการป้องกันประเทศและความมั่นคงในวงกว้าง เช่น โครงสร้างพื้นฐานให้สามารถรองรับกับยานพาหนะทางทหารได้ รวมถึงการลงทุนด้านความมั่นคงทางไซเบอร์และหน่วยข่าวกรอง โดยเธอประเมินว่า ประเทศสมาชิก NATO ในสหภาพยุโรปมีแนวโน้มเพิ่มการลงทุนในอุตสาหกรรมป้องกันประเทศขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงไม่กี่ปีข้างหน้า อย่างไรก็ตาม การเพิ่มขึ้นของการใช้รายจ่ายด้านกลาโหมจะมีความแตกต่างกันไปแต่ละประเทศสมาชิก ตามความจำเป็นเร่งด่วน การสนับสนุนของประชาชนที่จะนำงบประมาณมาใช้ด้านการทหาร และช่องว่างในการดำเนินนโยบายการคลัง

กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนในเดือน มิ.ย. ปรับดีขึ้นเล็กน้อย

กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนในเดือน มิ.ย. ปรับดีขึ้นเล็กน้อย โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 50.6 จุด จาก 50.2 จุดเดือนก่อน ขณะที่ดัชนีทำระดับสูงสุดในรอบ 3 เดือน ด้านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Service PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 50.5 จุด จาก 49.7 จุด

ในเดือนก่อน และทำระดับสูงสุดในรอบ 3 เดือน ทั้งนี้ แม้ดัชนียอดคำสั่งซื้อใหม่จะอยู่ในเกณฑ์หดตัว แต่ดัชนีการจ้างงานเร่งตัวขึ้นสอดคล้องกับความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นไปทำระดับสูงสุดนับตั้งแต่เข้าปี 2025 ส่วนดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 49.5 จุด จาก 49.4 จุดเดือนก่อน อย่างไรก็ตาม ดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 35

แผนภาพที่ 26: กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนในเดือน มิ.ย. ปรับดีขึ้นเล็กน้อย



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราประเมินว่า ประเทศสมาชิก NATO ในสหภาพยุโรปมีแนวโน้มเพิ่มการลงทุนในอุตสาหกรรมป้องกันประเทศขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงไม่กี่ปีข้างหน้า อย่างไรก็ตาม การเพิ่มขึ้นของการใช้จ่ายด้านกลาโหมจะมีความแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศสมาชิก

ในการประชุมองค์การสนธิสัญญาแอตแลนติกเหนือ (North Atlantic Treaty Organisation: NATO) ที่ประเทศเนเธอร์แลนด์ในเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา ประเทศสมาชิกส่วนใหญ่ยกเว้นสเปนตกลงจะเพิ่มการใช้จ่ายด้านกลาโหมขึ้นเป็น 5.0% ของ GDP ภายใน 10 ปีข้างหน้า โดยแบ่งออกเป็นสองส่วน ได้แก่การลงทุน 3.5% ของ GDP ในงบกลาโหมหลัก เช่น อาวุธยุทโธปกรณ์และกำลังพล (vs. 2.0% เป้าหมายก่อนหน้านี้) และอีก 1.5% ของ GDP สำหรับการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับการป้องกันประเทศและความมั่นคงในวงกว้าง เช่น โครงสร้างพื้นฐานให้สามารถรองรับภัยทางทหารได้ รวมถึงการลงทุนด้านความมั่นคงทางไซเบอร์และหน่วยข่าวกรอง

โดยเราประเมินว่า ประเทศสมาชิก NATO ในสหภาพยุโรปมีแนวโน้มเพิ่มการลงทุนในอุตสาหกรรมป้องกันประเทศขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงไม่กี่ปีข้างหน้า โดยผู้นำรัฐบาลของหลายประเทศต่างออกมาแสดงความเห็นว่าจะเพิ่มงบกลาโหมให้ถึงระดับราว 3.0-3.5% ของ GDP ภายในปี 2030 อาทิ

- 1) เยอรมนีจะเพิ่มเป็น 3.5% ของ GDP ภายในปี 2029F จาก 2.1% 2024
- 2) ฝรั่งเศสจะเพิ่มเป็น 3.0% ของ GDP ภายในปี 2030F จาก 2.1% 2024
- 3) โปแลนด์จะเพิ่มเป็น 5.0% ของ GDP ภายในปี 2026F จาก 4.1% 2024
- 4) สวีเดนจะเพิ่มเป็น 3.5% ของ GDP ภายในปี 2030F จาก 2.1% 2024
- 5) ขณะที่อิตาลีจะเพิ่มเป็น 3.5% ของ GDP ภายในปี 2035F จาก 1.5% ปี 2024
- 6) อย่างไรก็ตาม สเปนระบุว่า จะเพิ่มเป็น 2.1% ของ GDP ภายในปี 2025F เท่านั้น จาก 1.3% ปี 2024

อย่างไรก็ดี เรามองว่าการเพิ่มขึ้นของการใช้จ่ายด้านกลาโหมจะมีความแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศสมาชิก ตามความจำเป็นเร่งด่วน การสนับสนุนของประชาชนที่จะนำงบประมาณมาใช้ด้านการทหาร และช่องว่างในการดำเนินนโยบายการคลัง

โดยประเทศที่อยู่ใกล้รัสเซีย เช่น โปแลนด์ เอสโตเนีย ลัตเวีย และลิทัวเนีย ต่างลงทุนในงบกลาโหมหลักสูงกว่าหรือใกล้เคียงเป้าหมาย

อยู่ที่ 3.5% ของ GDP อยู่แล้ว อย่างไรก็ตาม ประเทศโปรตุเกส สเปน เบลเยียม และอิตาลี ที่ภูมิประเทศตั้งอยู่ไกลจากสนามรบของรัสเซีย-ยูเครน ต่างลงทุนในอุตสาหกรรมป้องกันประเทศน้อยกว่าชาติสมาชิกอื่นๆ เนื่องจากมองว่ามีความจำเป็นเร่งด่วนที่ยังค่อนข้างจำกัด ส่งผลให้ประเทศเหล่านี้ อาจเพิ่มการลงทุนด้านการทหารไปสู่เป้าที่ตกลงไว้ช้ากว่าประเทศอื่นได้

ขณะเดียวกัน การสนับสนุนของประชาชนยังเป็นอีกหนึ่งแรงดันที่จำกัดการเพิ่มขึ้นของงบกลาโหมในหลายประเทศ โดยการสำรวจของหลายสำนักชี้ว่า ประชาชนในประเทศอิตาลี ฝรั่งเศส สวิตเซอร์แลนด์ เอสโตเนีย และฮังการี ต่างมองว่ารัฐบาลใช้จ่ายด้านกลาโหมมากเกินไป ซึ่งกระทบกับรายจ่ายสาธารณะในการใช้เพื่อประโยชน์ของสังคมโดยรวม

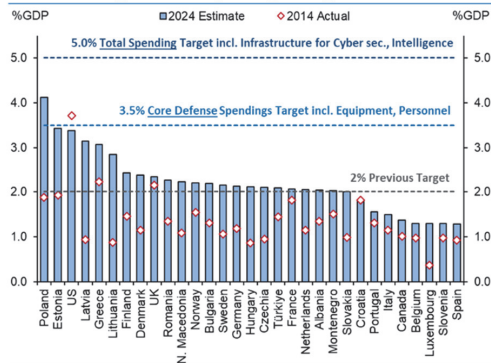
นอกจากนี้ ช่องว่างในการดำเนินนโยบายการคลังเป็นอีกหนึ่งปัจจัยจำกัดการเพิ่มขึ้นของงบกลาโหม เนื่องจากรัฐบาลส่วนใหญ่ในสหภาพยุโรปขาดดุลการคลังอยู่แล้ว (Fiscal Deficits) ขณะเดียวกัน ประเทศในสหภาพยุโรปส่วนใหญ่ในปัจจุบันยังลงทุนน้อยกว่าเป้าหมายที่ตกลงไว้ราว 1-2% ของ GDP และหากพิจารณารายรับและรายจ่ายของภาครัฐ จะพบว่า สหภาพยุโรปโดยเฉลี่ยเก็บภาษีทั้งนิติบุคคล บุคคลธรรมดาในอัตราที่ค่อนข้างสูง ขณะที่รายจ่ายภาครัฐกลับผสมด้วยรายจ่ายเชิงประชานิยม รวมถึงสวัสดิการสังคม การจ้างงานข้าราชการและงานบริการสังคม จึงทำให้การปรับเพิ่มภาษีหรือปรับลดรายจ่ายจะกระทบกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจและฐานเสียงของรัฐบาลได้

โดยข้อจำกัดทางการคลังที่เป็นที่ประจักษ์ ส่งผลให้คณะกรรมการยุโรปออกมาตรการเพื่อให้ประเทศสมาชิกของสหภาพยุโรปสามารถขาดดุลการคลังเพิ่มขึ้นได้อีก 1.5% ของ GDP เพื่อเพิ่มงบกลาโหม แม้ประเทศนั้นๆ จะขาดดุลการคลังเกินกว่า 3% ของ GDP (สหภาพยุโรปมีกฎหมายห้ามประเทศสมาชิกขาดดุลการคลังเกิน 3% ของ GDP ในช่วงที่ไม่มีเหตุจำเป็นเร่งด่วน เช่น วิกฤตเศรษฐกิจ เป็นต้น โดยหากขาดดุลเกินและยังไม่มีแนวโน้มจะดีขึ้นในระยะข้างหน้าจะถูกภาคโทษ) ส่งผลให้กว่า 16 ประเทศได้ส่งคำขอใช้มาตรการดังกล่าวไปยังคณะกรรมการยุโรปแล้ว

โดยสรุป เรามองว่าประเทศสมาชิก NATO ในยุโรปมีแนวโน้มจะเร่งเพิ่มการลงทุนด้านการทหารในระยะข้างหน้า แต่การเพิ่มขึ้นของการลงทุนจะแตกต่างกันในแต่ละประเทศ ขึ้นอยู่กับข้อจำกัดที่กล่าวไปข้างต้น ทั้งนี้ หากประเทศในสหภาพยุโรปสามารถเพิ่มการลงทุนด้านการทหารขึ้นได้ถึง 3.5% ของ GDP ในช่วงไม่กี่ปีข้างหน้า เศรษฐกิจของสหภาพยุโรปมีแนวโน้มขยายตัวดีขึ้นราว 0.6ppt ในปี 2028F จากที่เคยประเมินไว้ 

แผนภาพที่ 27: ในการประชุมองค์การสนธิสัญญาแอตแลนติกเหนือ (North Atlantic Treaty Organisation: NATO) ที่ประเทศเนเธอร์แลนด์ ในเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา ประเทศสมาชิกส่วนใหญ่ยกเว้นสเปนตกลงจะเพิ่มการใช้จ่ายด้านกลาโหมขึ้นเป็น 5.0% ของ GDP ภายใน 10 ปีข้างหน้า

Current vs. target defense spending among NATO members



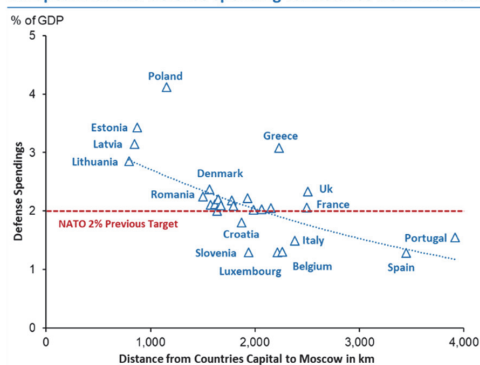
Defense spending plans of selected European countries

NATO Country	2024e Defense Spendings (% of GDP)	Gov. Commitment (% of GDP)	By when?
Germany	2.1%	Increase to 3.5%	2029
France	2.1%	3.0%	2030
Italy	1.5%	3.5%	2035
Spain	1.3%	Only to 2.1%	2025
Poland	4.1%	5.0%	2026
Finland	2.4%	3.0%	2029
Netherlands	2.0%	3.5%	No absolute timeline
Sweden	2.1%	3.5%	2030
UK	2.3%	2.6% then 3.5%	Fiscal 2027/28 then 2035

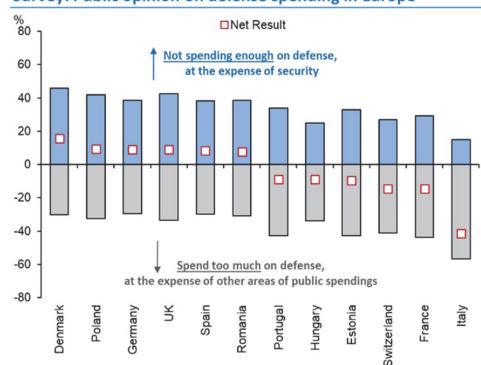
ที่มา: NATO, Bloomberg, Reuters, FRANCE24, Gov. announcements, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 28: ประเทศโปรตุเกส สเปน เบลเยียม และอิตาลี ที่ภูมิประเทศตั้งอยู่ไกลจากสนามรบของรัสเซีย-ยูเครน ต่างลงทุนในอุตสาหกรรมป้องกันประเทศน้อยกว่าชาติสมาชิกอื่นๆ เนื่องจากมองว่ามีความจำเป็นเร่งด่วนที่ยังค่อนข้างจำกัด ส่งผลให้ประเทศเหล่านี้ อาจเพิ่มการลงทุนด้านการทหารไปสู่น้ำที่ตกลงไว้ช้ากว่าประเทศอื่นได้

European nations' defense spending vs. distance from Moscow



Survey: Public opinion on defense spending in Europe ^{1\}

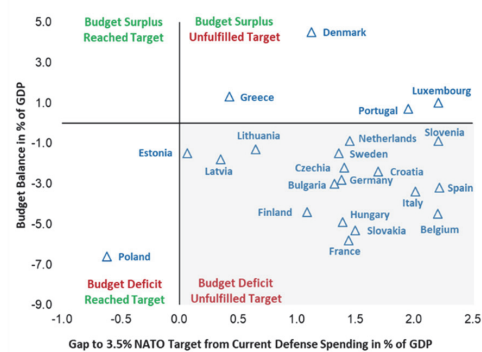


Note: 1\ Survey conducted in May 2025.

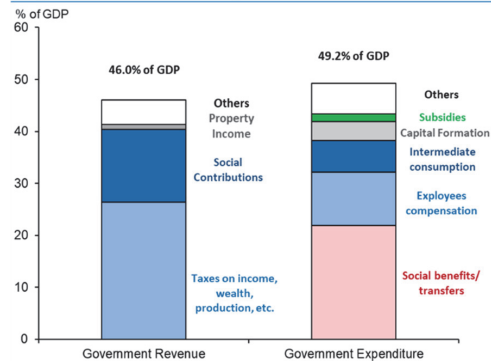
ที่มา: European Council on Foreign Relations, Datapraxis, YouGov, Norstat, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 29: ช่องว่างในการดำเนินนโยบายการคลังเป็นอีกหนึ่งปัจจัยจำกัดการเพิ่มขึ้นของงบกลาโหม เนื่องจากรัฐบาลส่วนใหญ่ในสหภาพยุโรปขาดดุลการคลังอยู่แล้ว (Fiscal Deficits) ขณะเดียวกัน ประเทศในสหภาพยุโรปส่วนใหญ่ในปัจจุบันยังลงทุนน้อยกว่าเป้าหมายที่ตกลงไว้ราว 1-2% ของ GDP

Defense spending shortfall vs. fiscal position among EU nations



EU government revenue & expenditure structures



ที่มา: Eurostat, NATO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 30: โดยข้อจำกัดทางการคลังที่เป็นที่ประจักษ์ ส่งผลให้คณะกรรมการการยุโรปออกมาตรการเพื่อให้ประเทศสมาชิกของสหภาพยุโรปสามารถขาดดุลการคลังเพิ่มขึ้นได้อีก 1.5% ของ GDP เพื่อเพิ่มงบกลาโหม แม้ประเทศนั้นๆ จะขาดดุลการคลังเกินกว่า 3% ของ GDP

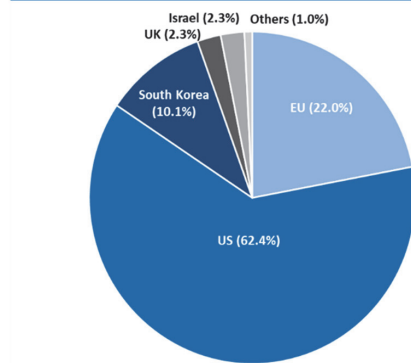
How the EU facilitates its members in increasing defense capabilities

	Currently being implemented (ReArm Europe)		Under consideration	
	"SAFE" Instrument	"National Escape Clause"	Repurpose of RRF Funds	Modernized Cohesion Policy
What is it?	EU will provide funds to member states for defense capability	Allow EU's members an additional fiscal space to increase defense spending up to 1.5% of GDP	Use some of the remaining funds from RRF instrument to finance defense spendings	Broadening use of cohesion funds to build resilience infrastructure to foster military mobility
Potential Size of funds	EUR150bn	EUR650bn	Up to EUR335bn	Up to EUR60bn a year
Timeline	2025-30	2025-28	2025-26	Under mid-term review, could come in early 2026
Types	Loans from EU	Country budget deficits	Loans (potentially with grants)	Grants
Participants	All members but upon request	So far 16 countries have requested excl. France, Italy, Spain	All members	Could be subjected to country with GNI below 90% of EU average

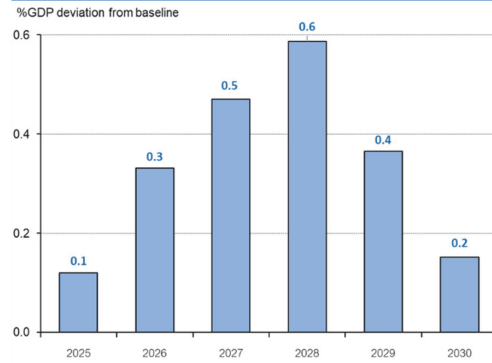
ที่มา: European Commission, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 31: หากประเทศในสหภาพยุโรปสามารถเพิ่มการลงทุนด้านการทหารขึ้นได้ถึง 3.5% ของ GDP ในช่วงไม่กี่ปีข้างหน้า เศรษฐกิจของสหภาพยุโรปมีแนวโน้มขยายตัวดีขึ้นราว 0.6ppt ในปี 2028F จากที่เคยประเมินไว้

Source of EU defense acquisitions: EU vs. non-EU countries ^{1\}



Effects of increasing defense spending to 3.5% of GDP



Note: 1\ Data are collected since the start of Russia-Ukraine war until mid-2023.

ที่มา: IRIS-France, International Institute for Strategic Studies, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจจีน

การเติบโตของสินเชื่อ (Loan growth) และปริมาณเงินในระบบ (Money supply growth) ยังคงชะลอตัวต่อเนื่อง แม้ธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้ดำเนินมาตรการผ่อนคลายทางการเงินในช่วงที่ผ่านมา ทั้งการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย การลดอัตราส่วนเงินสำรองตามกฎหมายของธนาคาร (Reserve requirement ratio: RRR) และการจัดตั้ง Relending facility เพื่อกระตุ้นการปล่อยสินเชื่อ โดยแม้ว่ายอดรวมทั้งระบบสถาบันการเงิน (Total social financing) มีการเร่งตัวขึ้นในปี แต่แรงขับเคลื่อนหลักมาจากการเร่งออกพันธบัตรรัฐบาลของภาครัฐเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงครึ่งปีแรก ขณะที่การปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคเอกชนยังคงอ่อนแอ ตามความเชื่อมั่นของทั้งภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนที่ยังอยู่ในระดับต่ำ ด้านการดำเนินนโยบายการเงิน เราคาดว่า PBoC มีแนวโน้มลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 10bps และลด RRR อีก 50bps ในช่วงไตรมาส 4/2025 เพื่อรองรับภาวะเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงภายหลังแรงกระตุ้นจากการส่งออกและนโยบายการคลังของช่วงครึ่งปีแรกเริ่มลดลง

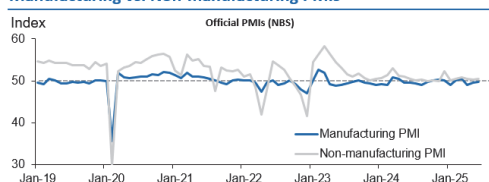
กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน มิ.ย. ปรับดีขึ้นทั้งในภาคการผลิต ภาคบริการ รวมถึงภาคการส่งออก

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตที่สำรวจโดยทางพาณิชย์ (Official manufacturing PMI) ปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อยสู่ระดับ 49.7 ในเดือน มิ.ย. จาก 49.5 ในเดือน พ.ค. แต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่า 50 ซึ่งสะท้อนถึงการหดตัว อย่างไรก็ตาม ดัชนีย่อยหลายรายการมีสัญญาณปรับตัวดีขึ้น ได้แก่ ดัชนีผลผลิตที่เพิ่มขึ้นจาก

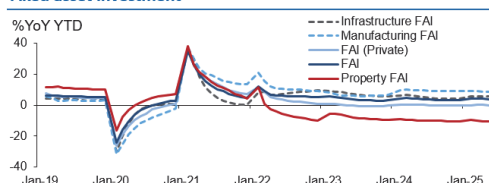
50.7 เป็น 51.0 และดัชนีคำสั่งซื้อใหม่ที่ปรับขึ้นจาก 49.8 เป็น 50.2 ด้านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อยสู่ระดับ 50.5 จาก 50.3 ในเดือน พ.ค. ด้านการค้าระหว่างประเทศพบว่า การส่งออกเร่งตัวขึ้นในเดือน มิ.ย. สู่ระดับ 5.8% YoY (vs. 4.8% ในเดือน พ.ค.) และการนำเข้าปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 1.1% YoY (vs. -3.4% ในเดือน พ.ค.) หลังความตึงเครียดของสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ผ่อนคลายลง

แผนภาพที่ 32: กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน มิ.ย. ปรับดีขึ้นทั้งในภาคการผลิต ภาคบริการ รวมถึงภาคการส่งออก

Manufacturing vs. Non-manufacturing PMIs



Fixed asset investment



Economic activity



Trade



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

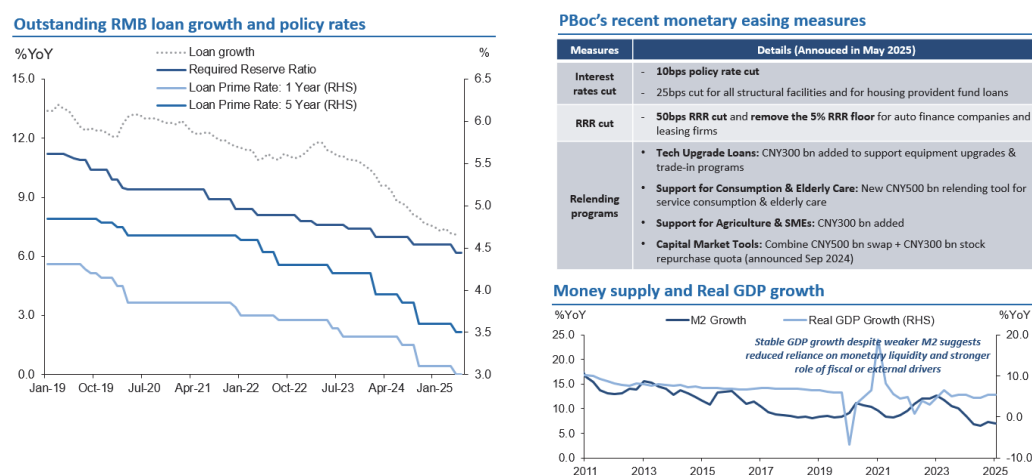
การเติบโตของสินเชื่อ (Loan growth) และปริมาณเงินในระบบ (Money supply growth) ยังคงชะลอตัวต่อเนื่อง แม้ต้นทุนการระดมทุนปรับลดลง

ธนาคารกลางจีน (PBOC) ได้ดำเนินมาตรการผ่อนคลายทางการเงินอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา ทั้งการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย การลดอัตราส่วนเงินสำรองของธนาคาร (Reserve requirement ratio: RRR) และการจัดตั้ง Relending facility เพื่อกระตุ้นการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร อย่างไรก็ตาม การเติบโตของสินเชื่อ (Loan growth) และปริมาณเงินในระบบ (Money supply growth) ยังคงชะลอตัวต่อเนื่อง แม้ต้นทุนการระดมทุนปรับลดลง ขณะที่ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตของปริมาณเงินกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนถึงประสิทธิภาพของนโยบายการเงินต่อกิจกรรมทาง

เศรษฐกิจที่ลดลง รวมถึงอาจมีปัจจัยสนับสนุนอื่นที่ช่วยกระตุ้นการขยายตัวทางเศรษฐกิจ

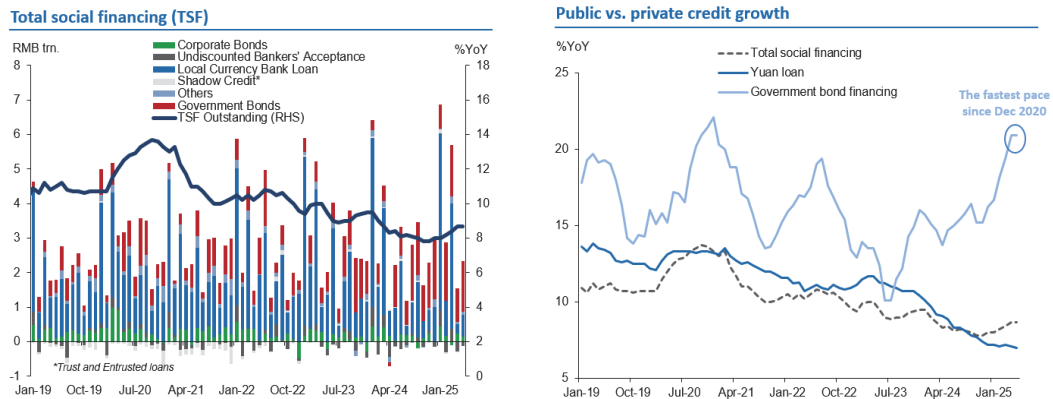
หากพิจารณายอดระดมทุนรวมทั้งระบบสถาบันการเงิน (Total social financing) จะเห็นว่าแม้การระดมทุนรวมมีการเร่งตัวขึ้นในปีนี้ แต่แรงขับเคลื่อนหลักมาจากการเร่งออกพันธบัตรรัฐบาลของภาครัฐเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงครึ่งปีแรก (Front-loaded fiscal spending) ขณะที่การปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคเอกชนยังคงอ่อนแอ โดยการปล่อยสินเชื่อระยะกลางถึงยาวให้แก่ทั้งภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนยังคงลดลงเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ขณะที่การปล่อยสินเชื่อระยะกลางถึงยาวให้แก่ภาคครัวเรือน ซึ่งสะท้อนสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยปรับลดลงสู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2012

แผนภาพที่ 33: การเติบโตของสินเชื่อ (Loan growth) และปริมาณเงินในระบบ (Money supply growth) ยังคงชะลอตัวต่อเนื่อง แม้ PBOC ผ่อนคลายนโยบายการเงินในช่วงที่ผ่านมา



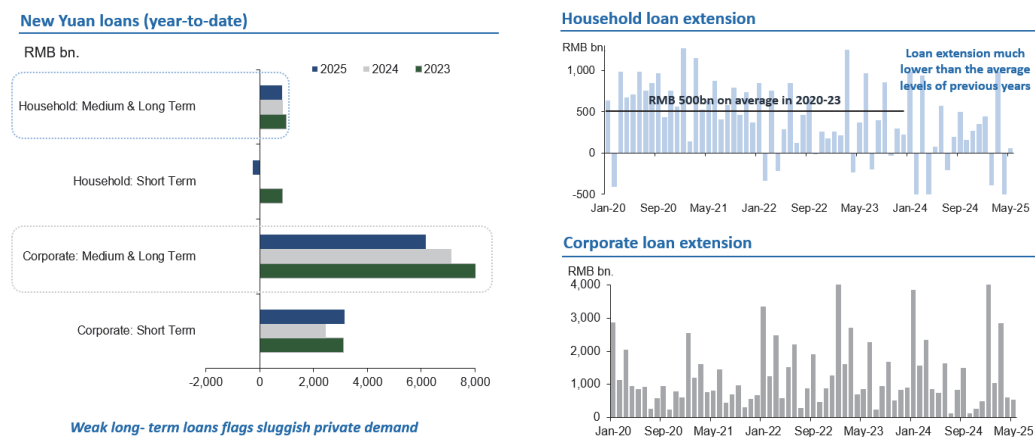
ที่มา: CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 34: แม้อยอดระดมทุนรวมทั้งระบบสถาบันการเงิน (Total social financing) เติบโตขึ้นในปี แต่แรงขับเคลื่อนหลักมาจากการเร่งออกพันธบัตรรัฐบาลของภาครัฐ ขณะที่การปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคเอกชนยังคงอ่อนแอ



ที่มา: CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 35: การปล่อยสินเชื่อระยะกลางถึงยาวให้แก่ทั้งภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนยังคงลดลงเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน



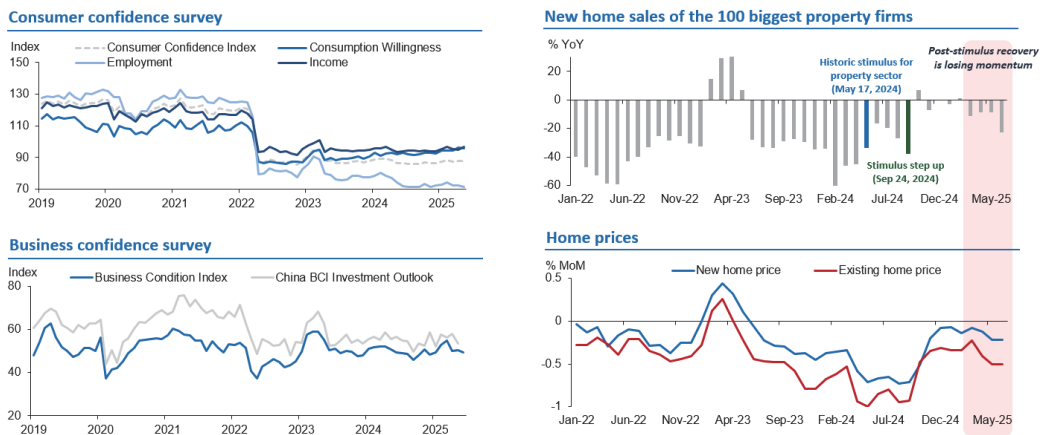
ที่มา: CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การชะลอตัวของสินเชื่อเป็นไปตามทิศทางของความต้องการสินเชื่อ (Loan demand) ที่ลดลง สอดคล้องกับระดับความเชื่อมั่นที่ยังอยู่ในระดับต่ำของทั้งภาคธุรกิจและภาคครัวเรือน

การชะลอตัวของสินเชื่อเป็นไปตามทิศทางของความต้องการสินเชื่อ (Loan demand) ที่ลดลง สอดคล้องกับระดับความเชื่อมั่นที่ยังอยู่ในระดับต่ำของทั้งภาคธุรกิจและภาคครัวเรือน นอกจากนี้ การฟื้นตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์ที่แม้จะมีสัญญาณฟื้นตัวต่อ

เนื่องตั้งแต่เมื่อช่วงปลายปี 2024 ที่ผ่านมา แต่การฟื้นตัวล่าสุดเริ่มหยุดชะงัก โดยทั้งด้านราคาและยอดขายบ้านปรับลดลงมากขึ้นในไตรมาส 2/2025 ซึ่งเป็นปัจจัยจุดรั้งความเชื่อมั่นและความมั่งคั่งของภาคครัวเรือน โดยแม้ในช่วงปลายไตรมาสอาจมีแรงหนุนเชิงฤดูกาล (Seasonal effect) ที่ส่งผลให้ตัวเลขการปล่อยสินเชื่อเร่งตัวขึ้น แต่การขยายตัวของสินเชื่อในภาพรวมยังมีแนวโน้มอ่อนแอ ตราบใดที่ความเชื่อมั่นของภาคเอกชนยังไม่ฟื้นตัว

แผนภาพที่ 36: ความเชื่อมั่นของทั้งภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนยังอยู่ในระดับต่ำ ขณะที่การฟื้นตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์เริ่มหยุดชะงัก



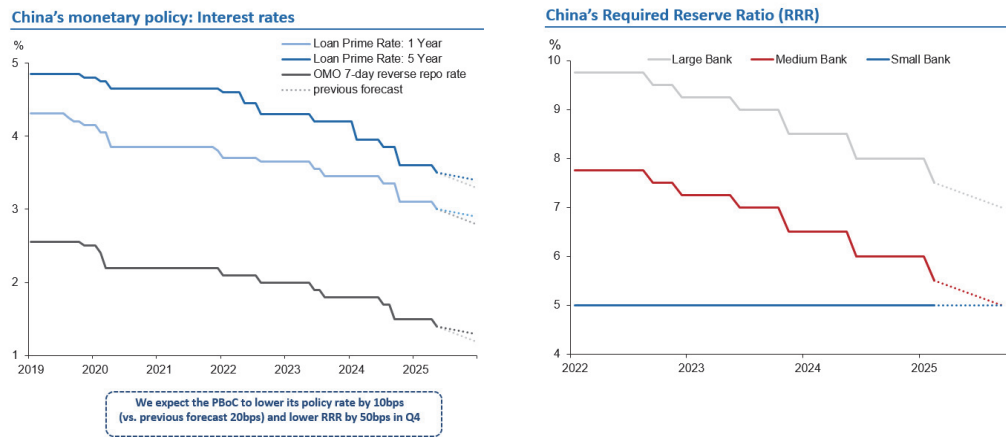
ที่มา: CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

PBoC มีแนวโน้มลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 10bps และลด RRR อีก 50bps ในช่วงไตรมาส 4/2025

เนื่องจากเศรษฐกิจจีนในครึ่งแรกของปี 2025 ขยายตัวได้ 5.3%YoY สูงกว่าเป้าหมายของรัฐบาลที่ราว 5% ซึ่งอาจส่งผลให้ PBoC ประเมินว่าความจำเป็นในการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเพิ่มเติมปรับลดลง โดยในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินประจำไตรมาส 2/2025 ทาง PBoC ระบุว่าเศรษฐกิจจีนมีโมเมนตัมเชิงบวก และ PBoC จะเน้นการใช้มาตรการที่มีอยู่ให้มีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะการใช้เครื่องมือแบบจำเพาะ

(Targeted measures) แทนการใช้เครื่องมือในวงกว้างอย่างการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายหรือการลด RRR ด้วยเหตุนี้ เราปรับลดคาดการณ์การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ PBoC ในช่วงครึ่งปีหลังลง โดยมองว่า PBoC จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 10bps (จากเดิมคาดลด 20bps) และลด RRR อีก 50bps ในช่วงไตรมาส 4/2025 เพื่อรองรับภาวะเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงภายหลังแรงกระตุ้นจากการส่งออกและนโยบายการคลังของช่วงครึ่งปีแรกเริ่มลดลง

แผนภาพที่ 37: PBoC มีแนวโน้มลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 10bps (จากเดิมคาดลด 20bps) และลด RRR อีก 50bps ในช่วงไตรมาส 4/2025



ที่มา: CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น



มูลค่าการส่งออกยานยนต์ของญี่ปุ่นไปยังสหรัฐฯ ล่าสุดในเดือน พ.ค. ปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบปี จากการที่ผู้ผลิตยานยนต์ของญี่ปุ่นปรับลดราคาสินค้าส่งออกไปยังสหรัฐฯ ลง และแบกรับภาระภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ที่สูงขึ้น โดยจากการสำรวจล่าสุดพบว่า กลุ่มผู้ผลิตรายใหญ่ของญี่ปุ่น โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมยานยนต์ได้มีการปรับลดคาดการณ์กำไรสำหรับปีงบประมาณ 2025 ลง โดยรายได้ของภาคธุรกิจที่มีแนวโน้มแยลงอาจส่งผลกระทบต่อการปรับขึ้นค่าจ้างในระยะต่อไป แม้ปัญหาการขาดแคลนแรงงานอาจยังช่วยหนุนการเติบโตของค่าจ้างในญี่ปุ่น ด้านการดำเนินนโยบายการเงินของ BoJ เราประเมินว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 25bps ในช่วงครึ่งปีหลังนี้ หากญี่ปุ่นสามารถบรรลุข้อตกลงทางการค้ากับสหรัฐฯ ได้

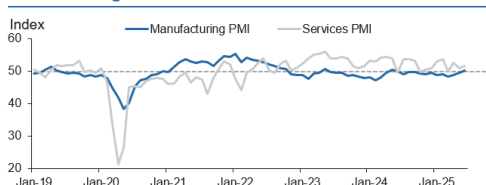
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อปรับเพิ่มขึ้นทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ ทั้งนี้ การส่งออกปรับลดลงเป็นเดือนที่ 2 ติดต่อกัน

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตเดือน มิ.ย. ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 50.1 จากระดับ 49.4 ในเดือน พ.ค. พลิกเข้าสู่โซนขยายตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2024 โดยทั้งผลผลิตและการจ้างงานปรับสูงขึ้น แม้ว่ายอดคำสั่งซื้อใหม่และอุปสงค์จากต่างประเทศยังคงลดลงท่ามกลางแรงกดดันจากการขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ด้านดัชนีในภาคบริการปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 51.7

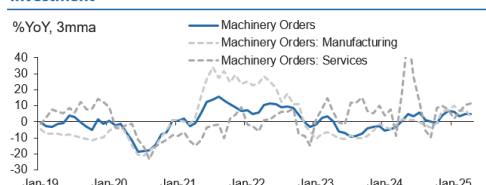
จากระดับ 51.0 ในเดือนก่อนหน้า โดยแรงกดดันด้านต้นทุน (Input costs) ผ่อนคลายลง แต่ภาคธุรกิจยังมีการปรับขึ้นราคาขาย (Output prices) ต่อเนื่อง ด้านความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจปรับดีขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 4 เดือนจากคาดการณ์การฟื้นตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจและการจ้างงาน ขณะที่ด้านการค้าระหว่างประเทศ พบว่า การส่งออกในเดือน มิ.ย. ปรับลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 สะท้อนผลกระทบจากการขึ้นกำแพงภาษีสินค้านำเข้าของทางสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 38: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อปรับเพิ่มขึ้นทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ ทั้งนี้ การส่งออกปรับลดลงเป็นเดือนที่ 2 ติดต่อกัน

Manufacturing vs. Services PMI



Investment



Retail sales



Trade



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

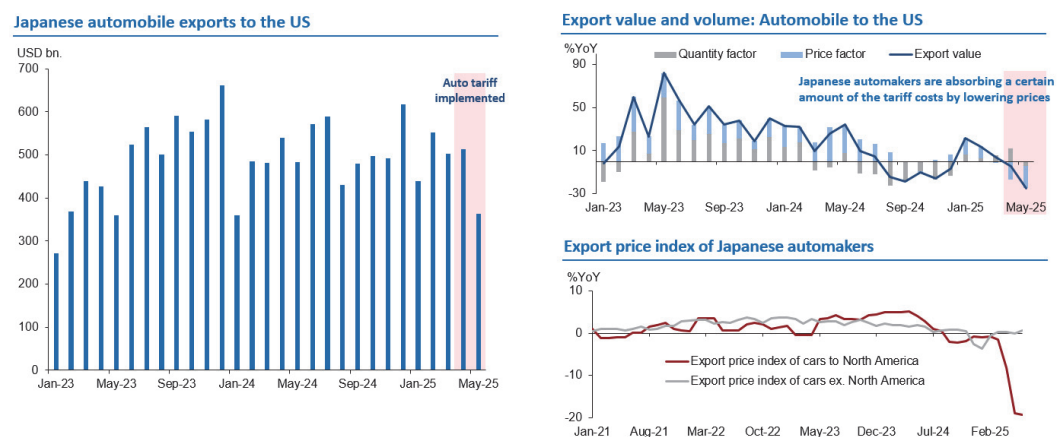
มูลค่าการส่งออกยานยนต์ของญี่ปุ่นไปยังสหรัฐฯ ปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญจากการที่ผู้ผลิตรถยนต์ของญี่ปุ่นปรับลดราคาสินค้าส่งออกเพื่อรับภาระภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ที่สูงขึ้น

ภายหลังการประกาศขึ้นภาษีนำเข้าสินค้ากลุ่มยานยนต์ของสหรัฐฯ ที่มีผลบังคับใช้ในเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา มูลค่าการส่งออกยานยนต์ของญี่ปุ่นไปยังสหรัฐฯ ลดลงในเดือน พ.ค. ปรับตัวลดลงสู่ระดับ 363 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งถือเป็นระดับต่ำสุดในรอบปี โดยเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า มูลค่าการส่งออกดังกล่าวปรับลดลงเกือบ 25%YoY ทั้งนี้ แรงกดดันต่อมูลค่าการส่งออกดังกล่าวเกิดจากราคาสินค้าส่งออกที่ลดลงเป็นหลัก (ลดลงราว 20%YoY) ขณะที่ปริมาณการส่งออกลดลงเพียง 3.9% เท่านั้น โดยพบว่าราคาส่งออก (Export price) ของรถยนต์จากญี่ปุ่นไปยังประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือสะท้อนการปรับลดราคาขายลงอย่างชัดเจนในช่วงเดือนเมษายนและพฤษภาคม ซึ่งแตกต่างจาก

ราคาส่งออกไปยังภูมิภาคอื่น ๆ ที่ยังคงทรงตัวอยู่ สถานการณ์ดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าผู้ผลิตยานยนต์ญี่ปุ่นได้รับแบกรับภาระต้นทุนภาษีที่สูงขึ้นเอาไว้ ผ่านการปรับลดราคาสินค้าส่งออกเพื่อรักษาระดับยอดขายในตลาดสหรัฐฯ

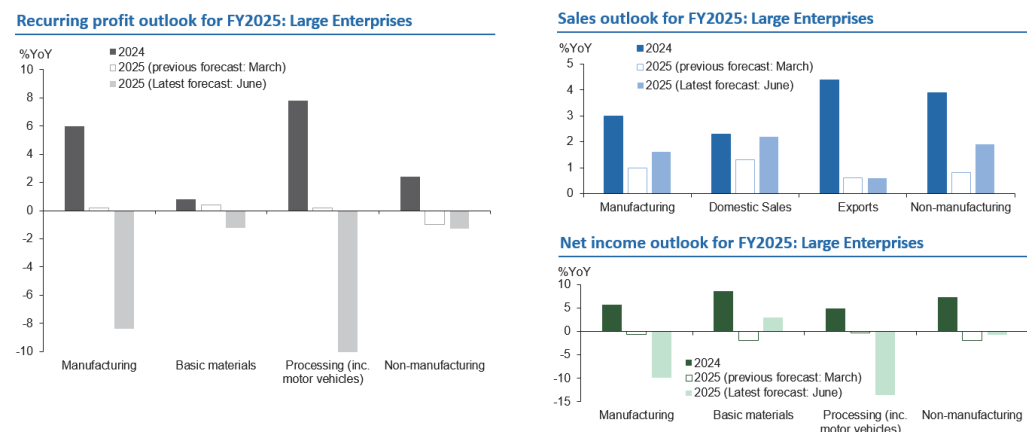
นอกจากนี้ กลุ่มผู้ผลิตรายใหญ่ของญี่ปุ่นได้มีการปรับลดคาดการณ์กำไร (Recurring profit outlook) สำหรับปีงบประมาณ 2025 ลง โดยเฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมแปรรูป (Processing industries) ที่รวมถึงอุตสาหกรรมยานยนต์ ขณะที่ในฝั่งของคาดการณ์ยอดขาย (Sale outlook) กลับพบว่าผู้ผลิตโดยรวมได้ปรับเพิ่มคาดการณ์ยอดขายขึ้น โดยสำหรับในกลุ่มของผู้ส่งออกได้คงคาดการณ์ยอดขายเอาไว้ แม้คาดการณ์รายได้และกำไรถูกปรับลดลง สะท้อนถึงการที่กลุ่มผู้ผลิตอาจเลือกที่จะยอมลดราคาสินค้าและอัตรากำไรลงเพื่อรักษาระดับยอดขายเอาไว้

แผนภาพที่ 39: มูลค่าการส่งออกยานยนต์ของญี่ปุ่นไปยังสหรัฐฯ ปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบปี จากการปรับลดราคาของบริษัทผู้ผลิตเป็นสำคัญ



ที่มา: CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 40: กลุ่มผู้ผลิตรายใหญ่ของญี่ปุ่นได้มีการปรับลดคาดการณ์กำไร (Recurring profit outlook) สำหรับปีงบประมาณ 2025 ลง



ที่มา: BoJ, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

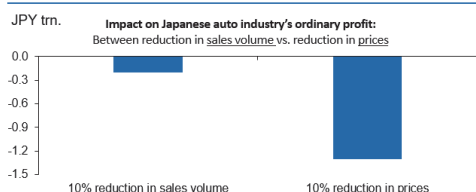
การลดราคาขายเพื่อรักษาปริมาณยอดขายมีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อผลกำไรของภาคธุรกิจมากกว่าการคงราคาขายและยอมรับปริมาณยอดขายที่ลดลง

จากการประเมินโดยสถาบันวิจัยเศรษฐกิจของญี่ปุ่นชี้ว่า กลยุทธ์การลดราคาขายเพื่อรักษาปริมาณยอดขายมีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อผลกำไรของภาคธุรกิจมากกว่าการคงราคาขายและ

ยอมรับปริมาณยอดขายที่ลดลง เนื่องจากภาคธุรกิจต้องรับภาระต้นทุนผันแปร (Variable cost) ตามปริมาณการขายสินค้าที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกำไร นอกจากนี้ มีการประเมินว่า ผลกระทบจากกำแพงภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ต่อบริษัทผู้ผลิตรถยนต์รายใหญ่ของญี่ปุ่นในปีงบประมาณนี้อาจสูงถึงหลายพันล้านดอลลาร์ โดยเฉพาะบริษัทที่มีการพึ่งพาตลาดสหรัฐฯ ในสัดส่วนสูง

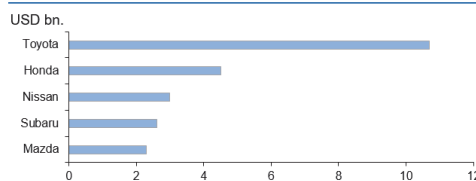
แผนภาพที่ 41: การลดราคาขายเพื่อรักษาปริมาณยอดขายมีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อผลกำไรของภาคธุรกิจมากกว่าการคงราคาขายและยอมรับปริมาณยอดขายที่ลดลง

Impact on profits from a 10% drop in automobile exports to the US

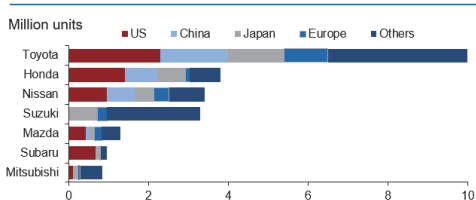


	FY2024	FY2025	
		-10% Export Volume	-10% Export Price
Export Value	37.5 trn.	36.2 trn. (-3.4%YoY)	36.2 trn. (-3.4%YoY)
Sales Revenue	89.7 trn.	88.4 trn. (-1.4%YoY)	88.4 trn. (-1.4%YoY)
Ordinary Profit	9.7 trn.	9.5 trn. (-2.4%YoY)	8.4 trn. (-12.9%YoY)
Fixed Cost to Sales Ratio	7.4%	7.5%	7.5%
Variable Cost to Sales Ratio	81.7%	81.7%	82.9%

Estimated tariff impact in FY2025 for Japanese carmakers



Car sales by market in 2024



ที่มา: NLI Research Institute, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

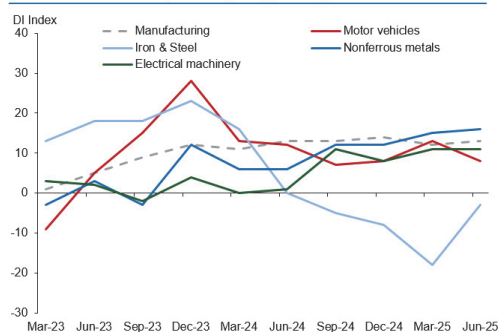
ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (Business condition index) ของภาคอุตสาหกรรมยานยนต์ได้ปรับตัวลดลง สวนทางกับความเชื่อมั่นของอุตสาหกรรมอื่นที่ปรับสูงขึ้น

จากผลสำรวจของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ล่าสุดประจำไตรมาส 2/2025 พบว่า ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (Business

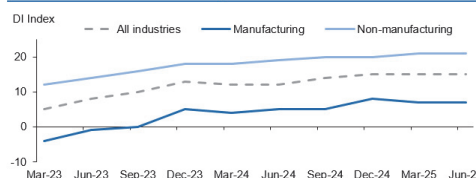
condition index) ของภาคอุตสาหกรรมยานยนต์ได้รับปรับลดลง สวนทางกับความเชื่อมั่นของอุตสาหกรรมอื่นที่ปรับสูงขึ้น สะท้อนว่าภาคอุตสาหกรรมยานยนต์เริ่มได้รับผลกระทบจากกำแพงภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ขณะที่อุตสาหกรรมอื่นอาจไม่ได้พึ่งพาการส่งออกไปยังตลาดสหรัฐฯ สูงเหมือนกลุ่มผู้ผลิตรถยนต์

แผนภาพที่ 42: ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (Business condition index) ของภาคอุตสาหกรรมยานยนต์ได้ปรับตัวลดลง สวนทางกับความเชื่อมั่นของอุตสาหกรรมอื่นที่ปรับสูงขึ้น

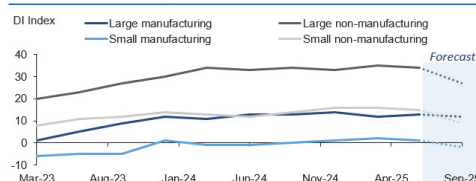
Business conditions by industry: Large Enterprises



Business conditions : All Enterprises



Business conditions by sizes



ที่มา: BoJ, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รายได้ของภาคธุรกิจที่มีแนวโน้มแยลงอาจส่งผลกระทบต่อ การปรับขึ้นค่าจ้างในระยะต่อไป ทั้งนี้ ปัญหาการขาดแคลนแรงงาน อาจยังช่วยหนุนการเติบโตของค่าจ้าง

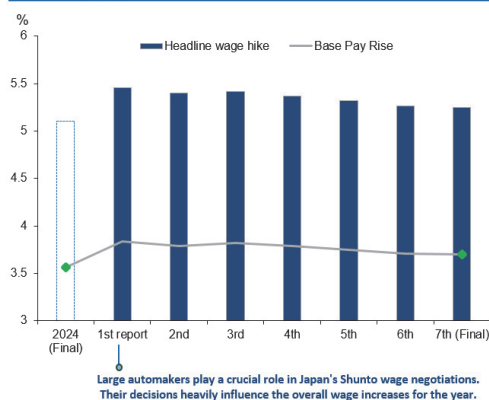
ประเด็นสำคัญที่ต้องติดตามในระยะต่อไป คือแนวโน้มการขยายตัวของค่าจ้าง เนื่องจากการเติบโตของค่าจ้างถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายของ BoJ โดยกลุ่มผู้ผลิตยานยนต์มักเป็นผู้นำในการกำหนดแนวโน้มผลการเจรจาค่าจ้างประจำปี ซึ่งจะถูกเปิดเผยในการรายงานครั้งแรกในช่วงปลายไตรมาส 1 และบริษัทในอุตสาหกรรมอื่นหรือบริษัทที่ขนาดรองลงมาจะพิจารณาปรับขึ้นค่าจ้างให้แก่แรงงานของตนโดยอิงจากผลการเจรจาฉบับแรกนี้ ซึ่งหากรายได้ของผู้ผลิตยานยนต์ปรับแยลง อาจส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับขึ้นค่าจ้างให้แก่แรงงานในระยะต่อไป อย่างไรก็ตาม การขยายตัวของค่าจ้างในญี่ปุ่นยังมีแรงหนุนจากปัจจัยด้านการขาดแคลนแรงงาน (Labor shortage) โดยจากผลสำรวจพบว่า การขาดแคลนแรงงานเป็น

ปัจจัยหลักที่ผลักดันให้นายจ้างต้องปรับขึ้นค่าจ้างเพื่อรักษากำลังแรงงานไว้ ดังนั้น แม้แนวโน้มการขยายตัวของค่าจ้างในระยะต่อไปอาจมีความเสี่ยงด้านต่ำ แต่คาดว่าจะยังอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับในอดีต

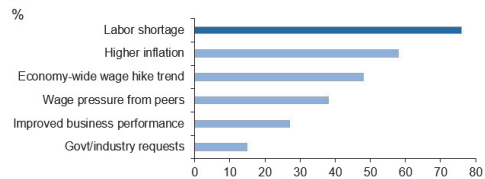
แรงกดดันจากกำแพงภาษีของสหรัฐฯ อาจส่งผลกระทบต่อดำเนินนโยบายการเงินของ BoJ โดยเราประเมินไว้ว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 25bps ในช่วงครึ่งหลังของปี 2025 หากรัฐบาลญี่ปุ่นสามารถเจรจาปรับลดกำแพงภาษีของสหรัฐฯ ลงได้ อย่างไรก็ดี หากญี่ปุ่นไม่สามารถเจรจาต่อรองลดกำแพงภาษีลงให้ต่ำกว่าระดับ 25% ได้ BoJ มีแนวโน้มเลื่อนการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายออกไปเป็นไตรมาสแรกของปี 2026 เพื่อรอประเมินผลกระทบจากแรงกดดันของกำแพงภาษีที่มีต่อเศรษฐกิจ รวมถึงผลกระทบต่อค่าจ้างและเงินเฟ้อ

แผนภาพที่ 43: รายได้ของภาคธุรกิจที่มีแนวโน้มแยลงอาจส่งผลกระทบต่อ การปรับขึ้นค่าจ้างในระยะต่อไป ทั้งนี้ ปัญหาการขาดแคลนแรงงานอาจยังช่วยหนุนการเติบโตของค่าจ้าง

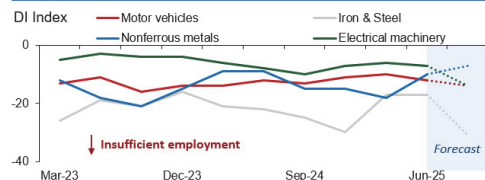
Shunto wage agreement 2025



Reason for recently stepping up wage increases



Employment conditions by industry: Large Enterprises



ที่มา: Rengo, BoJ, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยยังคงเผชิญกับความเสี่ยงรอบด้าน ทั้งแรงส่งจากอุปสงค์ต่างประเทศที่มีแนวโน้มลดลงจากมาตรการภาษีของสหรัฐฯ ที่คาดว่าจะเริ่มมีผลบังคับใช้หลังวันที่ 1 ส.ค. และการท่องเที่ยวที่ชะลอตัวมากกว่าที่ประเมินไว้ โดยคาดว่าจะจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติมีแนวโน้มที่จะลดลงจากปีก่อน นอกจากนี้ ปัจจัยในประเทศทั้งการชะลอตัวของการบริโภคภาคเอกชนซึ่งเป็นผลพวงจากปัจจัยความไม่แน่นอนด้านรายได้ และปัญหาเศรษฐกิจ รวมถึงหนี้ครัวเรือนที่ยังสูงต่อเนื่องก็เป็นอีกแรงกดดันหนึ่ง ท่ามกลางความไม่แน่นอนทางการเมืองที่เพิ่มสูงขึ้นหลังพรรคภูมิใจไทยได้มีมติถอนตัวจากการร่วมรัฐบาล หลายฝ่ายเริ่มมีการตั้งคำถามถึงเสถียรภาพของรัฐบาล และความต่อเนื่องของกระบวนการพิจารณาร่างงบประมาณปี 2569 ว่าชะงักจนหรือไม่ ปัจจัยเหล่านี้ส่งผลให้เราประเมินว่าเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มที่จะขยายตัวในระดับต่ำกว่าระดับศักยภาพทั้งในปีนี้ และปีถัดไป แม้จับตาการเจรจาเกี่ยวกับทางเศรษฐกิจ อย่างใกล้ชิด และผลกระทบที่จะเกิดขึ้นจากการเปิดตลาดให้แก่อสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเป็นข้อเสนอที่ไทยจะต้องยอมแลกมาเพื่อให้ได้อัตราภาษีศุลกากรที่ต่ำลง นอกจากนี้ ยังต้องติดตามมาตรการเยียวยาและลดทอนผลกระทบจากประเด็นดังกล่าวจากทางรัฐบาลด้วย ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบายยังคาดว่าจะมีทิศทางที่เป็นขาลง โดยประเมินว่า กนง. จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25bps ในการประชุมเดือน ส.ค. และอีก -25bps ในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี

เศรษฐกิจไทยในเดือน พ.ค. ชะลอตัวลงตามการอ่อนตัวของภาคบริการ และการผลิตในภาคอุตสาหกรรม แม้การส่งออกสินค้าจะยังขยายตัวดี

การส่งออกสินค้าเดือน พ.ค. ขยายตัว 18.5% YoY (vs. 9.9% เดือนก่อน) ขณะที่การส่งออกไม่รวมทองคำเร่งตัวขึ้นสูงถึง 17.6% ส่วนการนำเข้าสินค้าเร่งตัวขึ้นเป็น 19.2% (vs. 17.3% เดือนก่อน) ส่งผลให้ไทยเกินดุลการค้าภายใต้ระบบดุลการชำระเงินที่ระดับ 3.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (vs. -1.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)

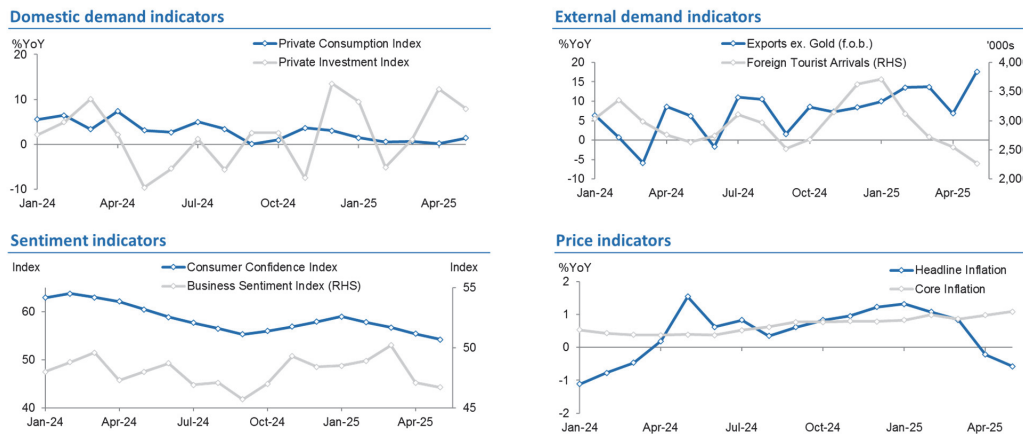
ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (MPI) พลิกหัวตัว -0.6% MoM, sa อย่างไรก็ดี เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมทรงตัวอยู่ที่ 1.9% เท่ากับเดือนก่อน โดยหากพิจารณารายละเอียด พบว่า การผลิตในหมวดยานยนต์ (12.7% YoY) แผงวงจรและเซมิคอนดักเตอร์ (5.6%) เร่งตัวขึ้น อย่างไรก็ดี การผลิตในหมวดเครื่องใช้ไฟฟ้า (-7.9%) สิ่งทอและเครื่องแต่งกาย (-3.1%) และก่อสร้างกับซีเมนต์ (-0.7%) พลิกหัวตัว

รายได้เกษตรกรยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่สอง โดยปรับตัวลดลง -5.7% YoY ซึ่งเป็นผลจากราคาสินค้าเกษตรที่อ่อนแอ (-9.6% vs. -10.6% เดือนก่อน) และผลผลิตสินค้าเกษตรที่ชะลอตัว (4.3% vs. 6.3% เดือนก่อน)

เครื่องชี้การบริโภคภาคเอกชน (PCI) เร่งตัวขึ้นเป็น +1.4% YoY จาก 0.2% เดือนก่อน ส่วนหนึ่งได้แรงหนุนจากการใช้จ่ายในหมวดสินค้าคงทนที่เร่งตัวขึ้น (4.8% YoY vs. 3.4% prev.) ตามยอดจำหน่ายรถยนต์นั่งส่วนบุคคล อย่างไรก็ดี การใช้จ่ายในภาคบริการชะลอตัวลงเป็น 3.9% YoY (vs. 4.1% เดือนก่อน) ตามการใช้จ่ายในหมวดโรงแรมและภัตตาคารที่ปรับตัวลดลง ซึ่งสอดคล้องกับจำนวนนักท่องเที่ยวและรายได้นักท่องเที่ยวทั้งไทยและต่างชาติที่ไม่แข็งแรง ด้านการใช้จ่ายในหมวดสินค้าไม่คงทนปรับตัวลดลงตามยอดจำหน่ายน้ำมันเชื้อเพลิงเป็นสำคัญ ส่วนการใช้จ่ายในหมวดสินค้ากึ่งคงทนค่อนข้างทรงตัวเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน

การลงทุนภาคเอกชน (PII) ชะลอตัวลงเป็น 7.9% YoY (vs. 12.3% เดือนก่อน) โดยหลักเป็นผลจากการลงทุนในหมวดเครื่องจักรและอุปกรณ์ (14.0% vs. 19.1% เดือนก่อน) และหมวดยานพาหนะ (1.8% vs. 8.0% เดือนก่อน) ที่ชะลอตัวลง อย่างไรก็ดี การลงทุนในหมวดก่อสร้าง (-0.6% vs. -2.1% เดือนก่อน) หดตัวในอัตราที่น้อยลง

แผนภาพที่ 44: เศรษฐกิจไทยในเดือน พ.ค. ชะลอตัวตามการอ่อนตัวของภาคบริการ และการผลิตในภาคอุตสาหกรรม แม้การส่งออกสินค้าจะยังขยายตัวดี



ที่มา: BoT, UTCC, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

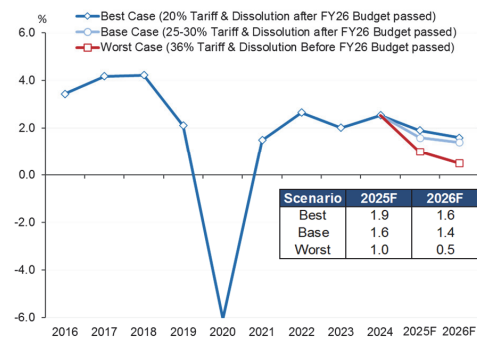
เราคงประมาณการเศรษฐกิจไทยไว้ที่ 1.6% ในปีนี้ และ 1.4% ในปี 2026F ภายใต้สมมติฐานที่อัตราภาษีกับสหรัฐฯ ลดลงมาอยู่ที่ 25% และการพิจารณาร่างงบประมาณฯ ไม่สะดุด

เราประเมินเศรษฐกิจไทยแบ่งออกเป็น 3 ฉากทัศน์ ภายใต้เงื่อนไขที่สำคัญ 2 ประการคือ 1. อัตราภาษีศุลกากรกับทางสหรัฐฯ และ 2. กระบวนการพิจารณางบประมาณปี 2569 โดยในกรณีฐาน เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยยังมีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้ที่ 1.6% ในปีนี้ และ 1.4% ในปี 2026F ภายใต้สมมติฐานที่อัตราภาษีจากสหรัฐฯ อยู่ในกรอบ 25-30% และการพิจารณางบประมาณปี 2569 เป็นไปอย่างเรียบร้อย ขณะที่หากทีมเจรจาของไทยสามารถที่จะบรรลุข้อตกลงกับทางสหรัฐฯ ได้ในอัตราที่ใกล้เคียงกับคู่แข่งและประเทศในภูมิภาคที่ 20% และการพิจารณางบประมาณปี 2569 สามารถทำได้ตามกำหนดของกรอบเวลา เราประเมินว่าเศรษฐกิจไทยจะสามารถขยายตัวได้ที่ระดับ 1.9% ในปีนี้ และ 1.6% ในปี 2026F จากแรงกดดันด้านการค้าที่จะบรรเทาลง เนื่องจากอัตราภาษีที่

ใกล้เคียงกับคู่แข่งจะทำให้ผู้ประกอบการไทยยังสามารถแข่งขันได้ อย่างไรก็ดี หากผลการเจรจาไม่เป็นไปตามที่คาดหวัง ทีมเจรจาไม่สามารถบรรลุข้อตกลงกับทางสหรัฐฯ ได้ และอัตราภาษีศุลกากรถูกสหรัฐฯ บังคับใช้ที่ 36% ประกอบกับกระบวนการพิจารณาร่างงบประมาณมีความล่าช้าจากปัญหาทางด้านการเมืองที่นำไปสู่การยุบสภาก่อนการพิจารณางบฯ จะแล้วเสร็จ ฉากทัศน์ดังกล่าวคือกรณีเลวร้ายในสมมติฐานของเรา ซึ่งอาจส่งผลให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวได้เพียง 1.0% และลดลงเป็น 0.5% ในปี 2026F โดยแรงกดดันจะถาโถมเข้ามาสู่เศรษฐกิจจากทุกทิศทาง แต่ยังคงประเมินว่าเศรษฐกิจไทยจะยังไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย ทั้งนี้ เราประเมินว่าเศรษฐกิจไทยยังมีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะถดถอยทางเทคนิค (Technical Recession; โมเมนตัมเศรษฐกิจแบบไตรมาสต่อไตรมาสหลังปรับฤดูกาลหดตัวต่อเนื่อง 2 ไตรมาส) แต่คาดว่าในระยะข้างหน้าภาคธุรกิจจะสามารถปรับตัวได้ และทำให้หลุดพ้นจากภาวะ Technical Recession ในที่สุด

แผนภาพที่ 45: เราคงประมาณการเศรษฐกิจไทยไว้ที่ 1.6% ในปีนี้ และ 1.4% ในปี 2026F ภายใต้สมมติฐานที่อัตราภาษีกับสหรัฐฯ ลดลงมาอยู่ที่ 25% และการพิจารณาร่างงบประมาณฯ ไม่สะดุด

Scenario for actual and projected GDP growth forecasts



Summary of GDP and Macro-indicators forecast

Indicators	Unit	2024	TISCO ESU 2025F			TISCOESU 2026F		
			Latest	Prev	Δ	Latest	Prev	Δ
GDP	%	2.5	1.6	1.6	0.0	1.4	1.4	0.0
Private Consumption	%	4.4	2.0	2.8	-0.8	1.8	2.1	-0.3
Public Consumption	%	2.5	1.6	1.6	0.0	1.2	1.2	0.0
Private Investment	%	-1.6	0.3	0.3	0.0	-0.7	-0.7	0.0
Public Investment	%	4.8	5.1	5.1	0.0	2.7	2.5	0.2
Exports (f.o.b)	%	4.4	3.4	1.3	2.1	-4.3	-3.3	-1.0
Imports (f.o.b)	%	5.2	1.2	1.1	0.1	0.0	0.3	-0.3
Tourist Arrivals	Million	35.5	33.5	35.5	-2.0	35.0	36.5	-1.5
CA Balance	US\$, Bn	11.1	14.8	14.8	0.0	5.4	5.8	-0.4
Headline Inflation	%	0.4	0.5	0.5	0.0	0.8	0.8	0.0
Dubai Oil Price (AoP)	US\$/bbl	79.7	67.0	67.0	0.0	68.0	68.0	0.0
Policy Rate (EoP)	%	2.25	1.25	1.25	0.00	0.75	0.75	0.00
USD/THB (AoP)	Bt/US\$	35.3	34.0	34.0	0.0	35.0	35.0	0.0

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

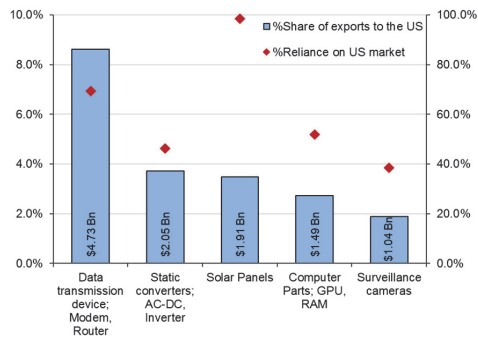
การเจรจาการค้าระหว่างไทยและสหรัฐฯ เพื่อลดทอนอัตราภาษีศุลกากรจะเป็นหนึ่งในปัจจัยกำหนดทิศทางการค้าและการลงทุนภาคเอกชนทั้งในระยะสั้น กลางและยาว

การเจรจาการค้าระหว่างไทยและสหรัฐฯ เพื่อลดทอนอัตราภาษีศุลกากรจะเป็นหนึ่งในปัจจัยกำหนดทิศทางการค้าและการลงทุนภาคเอกชนทั้งในระยะสั้น กลางและยาว โดยไทยได้มีการเร่งเข้าไปเจรจาการค้ากับสหรัฐฯ เรื่อยมาแต่ยังไม่สัมฤทธิ์ผล ต่างจากประเทศเวียดนามซึ่งเป็นหนึ่งในคู่แข่งทางการค้าหลักของไทยที่สามารถบรรลุข้อตกลงทางการค้ากับสหรัฐฯ และได้รับภาษีศุลกากรในอัตรา 20% เท่านั้น (vs. 46% ที่ทรมัประบุไว้ในวันปลดแอก “Liberation Day”) ขณะที่หากประเทศไทยไม่สามารถบรรลุข้อตกลงทางการค้ากับสหรัฐฯ จะต้องเผชิญภาษีในอัตราสูงถึง 36% ส่งผลให้ไทยจะสูญเสียความสามารถในการแข่งขันโดยเฉพาะด้านราคา ในตลาดสหรัฐฯ เมื่อเทียบกับประเทศคู่แข่ง

โดยประเทศไทยและเวียดนามต่างพึ่งพิงการส่งออกไปสหรัฐฯ เป็นหลัก ขณะที่กลุ่มสินค้าที่ไทยและเวียดนามส่งออกไปสหรัฐฯ มากที่สุด 20 อันดับแรกยังมีความคล้ายคลึงและทับซ้อนกันหลายผลิตภัณฑ์ด้วยกัน อาทิ 1) อุปกรณ์รับส่งสัญญาณ โมเด็มเราเตอร์ 2) หม้อแปลงไฟฟ้า 3) แผงโซลาร์เซลล์ 4) อุปกรณ์และส่วนประกอบคอมพิวเตอร์ และ 5) กล้องวงจรปิด ซึ่งกลุ่มสินค้าเหล่านี้มีสิทธิ์ถูกย้ายฐานการผลิตไปยังเวียดนามมากขึ้น หากไทยไม่สามารถบรรลุข้อตกลงทางการค้ากับสหรัฐฯ ให้อัตราภาษีลงมาใกล้เคียงกันได้ โดยการส่งออกสินค้าทั้งห้ากลุ่มนี้ไปยังสหรัฐฯ คิดเป็นสัดส่วนกว่า 3.7% ของการส่งออกทั้งหมด หรือคิดเป็น 2.2% ของ GDP อย่างไรก็ดี เราประเมินว่าหากสินค้าเหล่านี้ แม้จะถูกย้ายฐานการผลิตไปหมด แต่ผลกระทบกับเศรษฐกิจอาจมีไม่มากหลังสินค้าบางส่วน อาทิ แผงโซลาร์เซลล์ มีมูลค่าเพิ่มต่อเศรษฐกิจต่ำ หรืออาจพูดได้ว่าแทบไม่มีเลย เพราะบางส่วนอาจเป็นเพียงการนำเข้าของกระจก กรอบอลูมิเนียมอัด แผ่นโพลีเมอร์ และตัวแผงโซลาร์เซลล์ มาทั้งชิ้นและประกอบในไทยเท่านั้น

แผนภาพที่ 46: มีอย่างน้อย 5 กลุ่มสินค้า (HS Code 6 หลัก) ของไทยที่เสี่ยงจะถูกโยกคำสั่งซื้อไปที่เวียดนามในระยะสั้น และอาจย้ายฐานการผลิตออกไปในระยะกลาง-ยาว หากภาษีทรัมป์อยู่ที่ 36%

Five Key Export Products at Risk of Order Diversion to Vietnam



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Thailand's Top 20 Products Exported to the U.S. in 2024

HS Code	Product: TH Exports to US	%US	%Total	\$ Bn.	Loss
847170	Storage units; HDD, SSD, etc...	8.7%	46.5%	4.76	
851762	Data transmission devices; Modem, Router	8.6%	49.3%	4.73	4.73
850440	Static converters; AC-DC, Inverter	3.7%	46.2%	2.03	2.05
401110	New rubber pneumatic tires for passenger cars	3.7%	45.5%	2.03	
851779	Parts of telephone sets, telephones for cellular networks	3.6%	51.4%	1.99	
854143	Solar Panels	3.5%	38.5%	1.91	1.91
847330	Computer parts; Motherboards, GPU, RAM, ...	2.7%	51.9%	1.49	1.49
401120	New rubber pneumatic tires for bus and truck	2.3%	46.2%	1.28	
852589	Special-purpose video cam recorders; Surveillance cams	1.9%	38.4%	1.04	1.04
230910	Prepared food for dogs or cats	1.6%	32.4%	0.87	
711319	Jewellery made of precious metal other than silver	1.5%	28.3%	0.82	
853710	Low-voltage electrical control and distribution equipment	1.5%	28.9%	0.81	
844331	Multifunction printers	1.5%	35.5%	0.81	
847150	Central Processing Units (CPUs)	1.5%	51.1%	0.80	
841510	Air conditioning machines	1.5%	17.4%	0.80	
100630	Edible rice, white rice parboiled, ...	1.4%	14.1%	0.79	
711311	Jewelry made of silver	1.0%	29.5%	0.56	
160414	Processed tuna products; Canned or cooked not minced	1.0%	22.2%	0.55	
854142	Photosensitive semiconductor devices; solar cells, LEDs	0.9%	67.7%	0.51	
841821	Household refrigerators, compression-type	0.9%	58.7%	0.50	
All products (as of 2024)		100%	18.3%	54.86	
Export value at risk from potential order shift to Vietnam				11.22	
% of Total exports to world				3.7%	

แผนภาพที่ 47: รายชื่อสินค้าที่ไทยและเวียดนามส่งออกไปยังสหรัฐฯ สูงสุด 20 อันดับแรก

Trade statistics of exports from Thailand and Vietnam to the U.S. market – selected top 20 items

HS Code	Product: TH Exports to US	%US	%Total	\$ Bn.	Loss
847170	Storage units; HDD, SSD, etc...	8.7%	46.5%	4.76	
851762	Data transmission devices; Modem, Router	8.6%	49.3%	4.73	4.73
850440	Static converters; AC-DC, Inverter	3.7%	46.2%	2.03	2.05
401110	New rubber pneumatic tires for passenger cars	3.7%	45.5%	2.03	
851779	Parts of telephone sets, telephones for cellular networks	3.6%	51.4%	1.99	
854143	Solar Panels	3.5%	38.5%	1.91	1.91
847330	Computer parts; Motherboards, GPU, RAM, ...	2.7%	51.9%	1.49	1.49
401120	New rubber pneumatic tires for bus and truck	2.3%	46.2%	1.28	
852589	Special-purpose video cam recorders; Surveillance cams	1.9%	38.4%	1.04	1.04
230910	Prepared food for dogs or cats	1.6%	32.4%	0.87	
711319	Jewellery made of precious metal other than silver	1.5%	28.3%	0.82	
853710	Low-voltage electrical control and distribution equipment	1.5%	28.9%	0.81	
844331	Multifunction printers	1.5%	35.5%	0.81	
847150	Central Processing Units (CPUs)	1.5%	51.1%	0.80	
841510	Air conditioning machines	1.5%	17.4%	0.80	
100630	Edible rice, white rice parboiled, ...	1.4%	14.1%	0.79	
711311	Jewelry made of silver	1.0%	29.5%	0.56	
160414	Processed tuna products; Canned or cooked not minced	1.0%	22.2%	0.55	
854142	Photosensitive semiconductor devices; solar cells, LEDs	0.9%	67.7%	0.51	
841821	Household refrigerators, compression-type	0.9%	58.7%	0.50	
All products (as of 2024)		100%	18.3%	54.86	
Export value at risk from potential order shift to Vietnam				11.22	
% of Total exports to world				3.7%	

HS Code	Product: Vietnam Exports to US	%US	%Total	\$ Bn.
851762	Communication apparatus for data transmission; Modem, Router	10%	5%	9.38
851713	Smartphones	7%	27%	7.11
854143	Solar Panels	7%	8%	6.44
847130	Portable computers; Laptops, Ultrabooks	3%	39%	2.79
940399	Leather footwear that do not cover the ankle	2%	36%	1.80
940411	Sports footwear	2%	35%	1.74
940161	Wooden upholstered seats; chairs, sofas, benches	2%	8%	1.63
940360	Wooden furniture; cabinets, bookcases, TV stands	1%	73%	1.34
940419	Non-sports footwear	1%	32%	1.24
850440	Static converters; AC-DC, Inverter	1%	49%	1.20
611020	Knitted or crocheted upper-body cotton garments	1%	62%	1.17
847330	Computer parts and accessories; Motherboards, GPU, RAM, ...	1%	13%	1.15
852872	Computer monitors (LCD, LED, OLED)	1%	42%	1.13
391810	Vinyl-based plastic floor coverings	1%	95%	0.95
940350	Wooden bedroom furniture	1%	78%	0.92
940391	Leather footwear that covers the ankle, Leather boots	1%	51%	0.91
940299	Rubber sandals, flip-flops	1%	39%	0.91
940340	Wooden kitchen furniture	1%	81%	0.88
852589	Special-purpose video camera recorders; Surveillance cams, ...	1%	12%	0.76
940391	Wooden parts of furniture, not complete	1%	89%	0.73
All products (as of 2023)		100%	27%	97.07

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

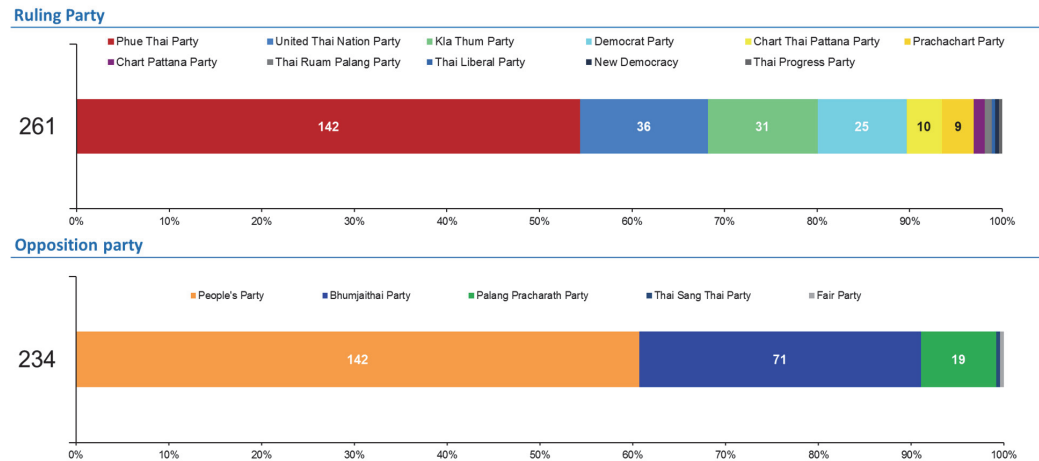
เสถียรภาพของรัฐบาลที่เปราะบางมากขึ้น และประเด็นความไม่แน่นอนทางการเมืองที่จะชัดเจนขึ้นในช่วงเดือน ส.ค. ทั้งในเรื่องของคุณ แพทองธาร ชินวัตร และมาตรา 144

ภายหลังจากที่พรรคภูมิใจไทยมีมติถอนตัวจากการร่วมรัฐบาล ประเด็นที่สังคมตั้งคำถามอย่างกว้างขวางต่อมาคือเสถียรภาพจะยังมีอยู่หรือไม่ และเสียงสนับสนุนของพรรคเพื่อไทยจะยังเพียงพอต่อการเดินหน้านโยบายในฐานแกนนำฝ่ายรัฐบาลมากน้อยแค่ไหน โดยหากพิจารณาจากเสียงของ ส.ส. พรรคร่วม จะพบว่าอำนาจต่อรองมีเพิ่มขึ้นสูงมาก และสามารถที่จะทำให้รัฐบาลกลายเป็นเสียงข้างน้อยในสภาได้ทันทีหากมีการลงคะแนนในทางตรงข้าม นอกจากนี้ การเสนอนับรองคณะรัฐมนตรีจากฝ่ายค้านส่งผลให้ประธานาธิบดีสั่งปิดการประชุมก่อนหลายต่อหลายครั้งในช่วงที่ผ่านมา และฝ่ายรัฐบาลยังได้มีการถอนร่างกฎหมายเอ็นเตอร์เทนเมนต์คอมเพล็กซ์ออกจากการพิจารณาของสภา อีกด้วย ดังนั้นเราประเมินว่าเสถียรภาพที่ลดลงนี้อาจนำไปสู่การยุบสภาก่อนหมดวาระในปี 2570 โดยให้น้ำหนักในกรณีฐานว่ามีแนวโน้ม 60% ที่

จะยุบสภาในช่วงไตรมาสที่ 4/25 หลังการพิจารณาร่างงบประมาณปี 2569 แล้วเสร็จ

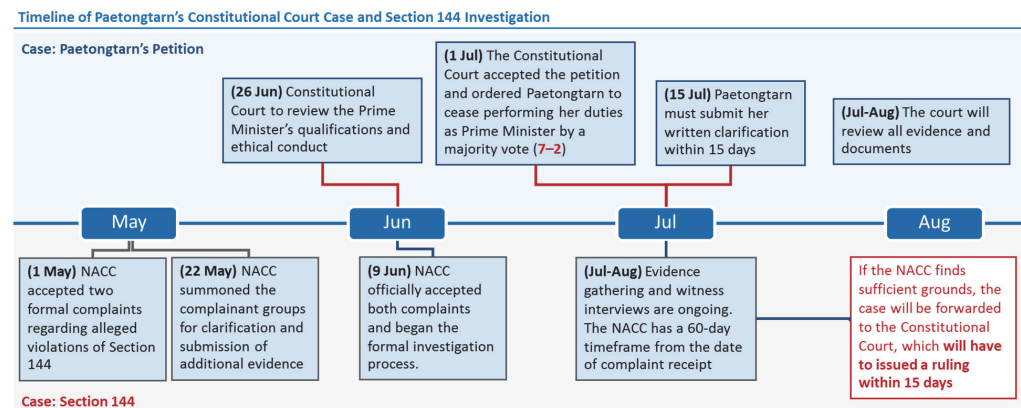
ขณะที่ความเสี่ยงจากประเด็นด้านกฎหมายและการร้องเรียนจากฝ่ายที่ไม่เห็นด้วยก็มีเพิ่มขึ้น (นิติสงคราม) ประเด็นที่ว่าในช่วงกลาง - ปลายเดือนสิงหาคม ศาลอาญามีมติพิจารณาคดีว่าด้วยการร้องให้มีการถอดถอนนายกรัฐมนตรีให้พ้นจากตำแหน่งจากประเด็นคลิปเสียงสนทนากับผู้นำสูงสุดของกัมพูชา และการขาดคุณสมบัติจากประเด็นจริยธรรม อีกทั้ง การร้องฝ่ายนิติบัญญัติ 144 แก่สมาชิกสภาหลายร้อยคนก็คาดว่าจะทราบผลและได้รับฟังคำตัดสินของศาลรัฐธรรมนูญเช่นกันหาก ปชช. มีมติว่ามีมูลและยื่นให้ศาล รธน. พิจารณาในช่วงต้นเดือน ส.ค. นี้ ดังนั้น เราจับตาพัฒนาการด้านการเมืองอย่างใกล้ชิด เพราะอาจมีผลกระทบต่อ GDP ได้ราว 0.3% ในปี 2025F และ 0.5% ในปี 2026F หากมีการยุบสภาก่อนการพิจารณาฯ แล้วเสร็จ

แผนภาพที่ 48: เสียงของฝั่งพรรคร่วมรัฐบาลใกล้เคียงคำว่า “ปรึมน้ำ” มากขึ้นหลังพรรคภูมิใจไทยมีมติถอนตัว



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 49: นิติสงครามเป็นอีกหนึ่งแนวทางและความเสี่ยงที่อาจนำรัฐบาลไปสู่การยุบสภาก่อนสิ้นสุดวาระ



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราประเมินว่า กนง. มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงได้ ครั้งละ 0.25% ในทุกไตรมาสที่เหลือจนถึงช่วงไตรมาสที่ 2 ของปี 2026F ส่งผลให้ดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปี 2025 และ 2026 จะอยู่ที่ 1.25% และ 0.75% ตามลำดับ

ในการประชุมนโยบายการเงินรอบที่ผ่านมา คณะกรรมการ (กนง.) มีมติ 6-1 ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 1.75% สอดคล้องกับคาดการณ์ของเรา โดยคณะกรรมการนโยบายการเงินมองว่าเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอตัวลงชัดเจนในช่วงครึ่งปีหลังจากแรงกดดันของเศรษฐกิจภาคต่างประเทศ ทั้งการส่งออกสินค้า และภาคการท่องเที่ยว ขณะที่การบริโภคในประเทศมีแนวโน้มซบเซาลงตามปัจจัยด้านรายได้และความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ลดลง ส่วนอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มทรงตัวต่ำกว่ากรอบเป้าหมายทั้งปีนี้และปีหน้า ด้านคุณภาพสินเชื่อยังปรับแย่ลงต่อเนื่อง การเข้าถึงสินเชื่อของธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กทำได้ยากลำบากมาก

ขึ้น ส่วนสถาบันการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดกับการปล่อยสินเชื่อตามความเสี่ยงด้านเครดิตที่ปรับสูงขึ้น โดยคณะกรรมการระบุว่ามีความพร้อมที่จะปรับนโยบายการเงินให้สอดคล้องกับทิศทางเศรษฐกิจและความเสี่ยงในระยะต่อไป

ทั้งนี้ แม้กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยท่ามกลางสถานการณ์เศรษฐกิจที่ต้องเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำหลายประการ แต่กนง. ระบุเพิ่มเติมในถ้อยแถลงว่า นโยบายการเงินควรอยู่ในระดับที่ผ่อนคลายเพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจในระยะถัดไป แต่ในการประชุมรอบนี้ กรรมการฯ ส่วนใหญ่ยังให้น้ำหนักกับการจับจ้องหวั่นไหวและประสิทธิภาพของนโยบายการเงิน ภายใต้ข้อจำกัดด้านพื้นที่ในการดำเนินนโยบายในระยะข้างหน้าที่ลดลง

เรามองว่าแถลงการณ์ของ กนง. และท่าทีโดยรวมมีความผ่อนคลายมากขึ้น โดยกนง. ใช้คำว่า “พร้อมปรับ” จากเดิมที่ระบุว่า “จะพิจารณาปรับ” อีกทั้งยังตัดการเน้นย้ำว่า “ยังไม่ใช้วัฏจักร

ดอกเบี้ยขาลง แต่เป็นการปรับสมดุล” ออกไปจากแถลงการณ์ โดยมาใช้คำว่า “นโยบายการเงินควรอยู่ในระดับที่ผ่อนคลายเพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจในระยะต่อไป” อีกทั้งยังต่างจากการประชุมรอบก่อนหน้าที่มักจะระบุว่า “ต้องเป็นกลาง และไม่ขัดขวางการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ”

โดยสรุป จากอัตราเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มจะขยายตัวต่ำกว่าเป้าหมายในปี 2025F และปี 2026F ส่วนกิจกรรมทางเศรษฐกิจจะยังคงอ่อนแอ จากทั้งปัจจัยกดดันภายในและนอกประเทศ

ประกอบกับท่าทีที่ผ่อนคลายมากขึ้นในการประชุม กนง. รอบล่าสุด เราประเมินว่า กนง. มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงได้ ครึ่งละ 0.25% ในทุกไตรมาสที่เหลือจนถึงช่วงไตรมาสที่ 2 ของปี 2026F ส่งผลให้ดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปี 2025 และ 2026 จะอยู่ที่ 1.25% และ 0.75% ตามลำดับ โดยเราคาดการณ์ว่า กนง. จะปรับลดดอกเบี้ยลงมาที่ 1.50% จาก 1.75% ในการประชุมที่จะจัดขึ้นในวันที่ 13 สิงหาคมนี้

แผนภาพที่ 50: เรามองว่าแถลงการณ์ของ กนง. และท่าทีโดยรวมมีความผ่อนคลายมากขึ้น โดย กนง. ใช้คำว่า “พร้อมปรับ” จากเดิมที่ระบุว่า “จะพิจารณาปรับ” อีกทั้งยังตัดการเน้นย้ำว่า “ยังไม่ใช่วัฏจักรดอกเบี้ยขาลง แต่เป็นการปรับสมดุล” ออกไปจากแถลงการณ์ โดยมาใช้คำว่า “นโยบายการเงินควรอยู่ในระดับที่ผ่อนคลายเพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจในระยะต่อไป”

	MPC Feb 2025 (Cut 6:1)	MPC Apr 2025 (Cut 5:2)	MPC Jun 2025 (Maintain 6:1)
Economy	Thai economy is likely to grow less than previously expected due to pressure on manufacturing production from structural impediments and competition from overseas	The Thai economy is likely to slow down in 2025 amid increasing downside risks owing to intensified global trade tension and lower foreign tourist arrivals	The 2025 figure reflects stronger-than-expected performance in 1Q, driven by front-loading of exports to the U.S.
View toward policy adjustment	Policy rate is <u>consistent with the current assessment</u> of the economic outlook and remains robust to risks going forward	Policy rate is <u>consistent with the current assessment</u> of the economic outlook and remains robust to risks going forward	The <u>previous policy rate cuts have already provided some cushion</u> against the prevailing risks.
Monetary Stance	<u>Not the start of an easing cycle</u> but only a policy recalibration.	<u>Not the start of an easing cycle</u> but only a policy recalibration.	The Committee deems that <u>monetary policy should be accommodative</u> to support the economy looking forward.
Forward Guidance	The Committee will closely monitor developments in financial and economic outlook	Economic outlook remains highly uncertain, and will <u>deliberate</u> monetary policy going forward to align with the economic and inflation outlook and associated risks.	Stands ready to adjust
Summary	Need to ease to address downside risks, inflation subdued	Cut justified, but timing and policy space now a concern	Cuts already delivered impact, policy space constrained but ready to act if downside risk materialized

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

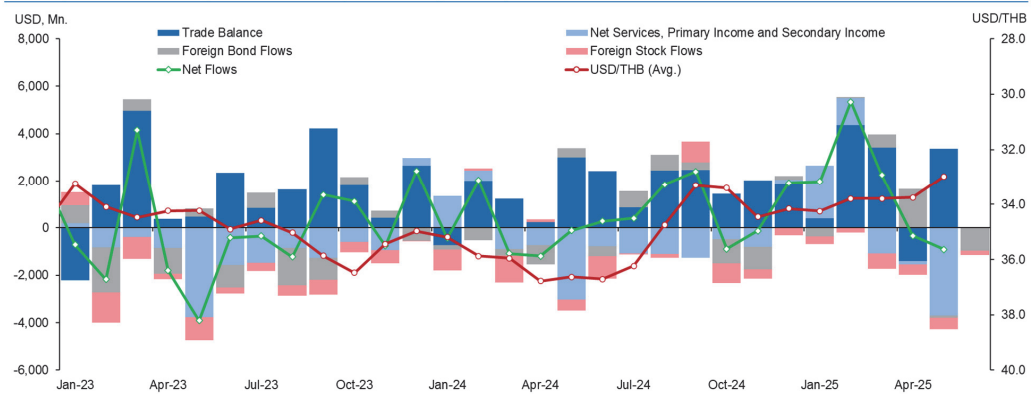
ปัจจัยพื้นฐาน และทิศทางเงินทุนซึ่งนำการอ่อนค่าของค่าเงินบาทในช่วงตั้งแต่เดือน ส.ค. เป็นต้นไป

ที่ผ่านมา อัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ มีทิศทางที่ปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง (บาทแข็ง) จากระดับราว 35 บาทต่อดอลลาร์ในช่วงหลังจากที่สหรัฐ ประกาศชะลอการบังคับใช้ภาษีศุลกากรแบบตอบโต้ มาสู่ปัจจุบันในช่วงปลายเดือน ก.ค. ที่แข็งค่าแตะระดับ 32.1 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ โดยคาดว่าปัจจัยขับเคลื่อนหลักเป็นผลมาจากการขาดความเชื่อมั่นในสกุลเงินดอลลาร์ของนักลงทุนและธนาคารกลางทั่วโลก รวมถึงการเร่งส่งออกสินค้าไปยังสหรัฐฯ ในช่วงที่มีการชะลอการบังคับใช้มาตรการด้านภาษีนำเข้า ขณะที่พื้นฐานทางด้านเศรษฐกิจของประเทศไทยถูกปรับลดมุมมองการขยายตัวของเศรษฐกิจลงอย่างต่อเนื่องจากช่วงต้นปีที่แทบทุกสำนักมองว่ามีโอกาสจะขยายตัวได้ราว 3.0% หรือใกล้เคียง มาสู่ตัวเลขประมาณการใหม่ที่ราว 1.5% เท่านั้น ซึ่งมุมมองดังกล่าวไม่สอดคล้องกับค่าเงินบาทที่แข็งค่าอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมาเลย อย่างไรก็ตาม มองไปในระยะข้างหน้า

เราประเมินว่าภาพรวมเศรษฐกิจไทยยังต้องเผชิญกับความท้าทายที่มาก ความเสี่ยงที่รุนแรงจากทั้งปัจจัยภายใน และภายนอก การสิ้นสุดการเร่งส่งออกสินค้า การชะลอตัวของภาคการท่องเที่ยว รวมถึงการผ่อนคลายนโยบายการเงินที่คาดว่าจะยังมีอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้มุมมองค่าเงินบาทในช่วงตั้งแต่เดือน ส.ค. เป็นต้นไป คาดว่าจะเห็นการอ่อนค่าแตะระดับ 35.0 บาทอีกครั้งในช่วงท้ายปี ทั้งนี้ ทิศทางของค่าเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ ยังมีความผันผวนค่อนข้างมาก โดยเฉพาะท่าทีของธนาคารกลางสหรัฐฯ และการแทรกแซงจากแรงกดดันของประธานาธิบดี และความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อสกุลดอลลาร์หลังสหรัฐฯ มีแผนเพิ่มการขาดดุลมหาศาลจากกฎหมาย OBBBA ของปธน. ทรัมป์ สิ่งเหล่านี้อาจส่งผลให้ทิศทางค่าเงินบาทไม่เป็นไปตามที่คาด และไม่สามารถปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศไทยได้

แผนภาพที่ 51: ปัจจัยพื้นฐาน และทิศทางเงินทุนซึ่งนำการอ่อนค่าของค่าเงินบาทในช่วงตั้งแต่เดือน ส.ค. เป็นต้นไป

Monthly overview of trade, investment flows, and exchange rate dynamics from 2023 to 2025



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Our Team



คอมสรวง ประกอพบล
Head of Economic Strategy Unit
(66) 2633 6250
komsorn@tisco.co.th



เมธัส รัตนชออน
Senior Economist
(66) 2633 6486
methas@tisco.co.th



ธนธัษ ศรืสวสดี
Strategist
(66) 2633 6428
thanathat@tisco.co.th



นัษนันท ลอควุลา
Economist
(66) 2633 6474
nichananl@tisco.co.th



ธนพัทรร ธนชาต
Research Assistant
(66) 2633 6488
tanapatd@tisco.co.th



ธนวตธน ธนัถนัถกร
Research Assistant
(66) 2633 6470
thanawatn@tisco.co.th

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป

ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น 3	:	02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 2	:	02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2	:	02 363 3456
	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	:	02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 4	:	02 673 7017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 4	:	02 745 6360
	เมกาบางนา ชั้น 1	:	02 105 2080	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2	:	02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4	:	02 193 8080
	เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4	:	02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	:	02 721 9556	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์ ชั้น 3	:	02 041 4411
	เซ็นทรัล พระราม 2 ชั้น G	:	02 416 0811	พิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2	:	02 958 0820	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น 3	:	02 108 2998
	อเวนิว รัชโยธิน	:	02 930 2311	เดอะมอลล์งามวงศ์วาน ชั้น 5	:	02 550 1335	พรอมานาด ชั้น 3	:	02 947 5315
	ไอคอนสยาม ชั้น 5	:	02 056 4168						
	สำนักงานใหญ่	:	02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่	:	02 318 3717	อาคารภคินท์	:	02 633 4333
	ศรีนครินทร์	:	02 006 5000	เยาวราช	:	02 623 2212	ราชวงศ์	:	02 622 8220
	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1	:	02 623 9141						
จันทร์ - ศุกร์									

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

นครปฐม	:	034 145 000	สระบุรี	:	036 222 449	อยุธยา	:	035 909 000	จันทบุรี	:	039 606 000
ชลบุรี	:	033 079 000	พัทธยา	:	038 416 525	ระยอง	:	033 065 000	เชียงใหม่	:	053 211 112
นครสวรรค์	:	056 052 000	พิษณุโลก	:	055 055 000	ขอนแก่น	:	043 055 000	นครราชสีมา	:	044 075 000
โลตัส โคราช	:	044 012 000	สุรินทร์	:	044 068 000	อุดรธานี	:	042 155 000	อุบลราชธานี	:	045 995 000
ตรัง	:	075 825 000	ภูเก็ต	:	076 635 000	ถนนรัชฎา ภูเก็ต	:	076 354 545	สงขลา	:	074 815 000
ถนนนิพัทธ์อุทิศ 2 หาดใหญ่	:			:	074 238 855	สุราษฎร์ธานี	:	077 275 633			